

การได้มาซึ่งสิทธิทรัพย์สินของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาด
หลักทรัพย์โดยอ้อม

นายปกรณ์ วิญญูห์ตถกิจ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชานิติศาสตร์

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2554

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทคัดย่อและแฟ้มข้อมูลฉบับเต็มของวิทยานิพนธ์ตั้งแต่ปีการศึกษา 2554 ที่ให้บริการในคลังปัญญาจุฬาฯ (CUIR)
เป็นแฟ้มข้อมูลของนิสิตเจ้าของวิทยานิพนธ์ที่ส่งผ่านทางบัณฑิตวิทยาลัย

The abstract and full text of theses from the academic year 2011 in Chulalongkorn University Intellectual Repository(CUIR)
are the thesis authors' files submitted through the Graduate School.

ASSET ACQUISITION FROM UNLISTED COMPANY REGARDED AS BACKDOOR LISTING

Mr. Pakorn Winyuhuttakit

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of Master of Laws Program in Laws

Faculty of Law

Chulalongkorn University

Academic Year 2011

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์

การได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนอันถือ
เป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

โดย

นายปกรณ์ วิญญูห์ตถกิจ

สาขาวิชา

นิติศาสตร์

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

อาจารย์ ดร.พัฒนาพร โกวพัฒน์กิจ

คณะนิติศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้หัวข้อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

.....คณบดีคณะนิติศาสตร์
(ศาสตราจารย์ ดร.ศักดิ์ดา ธนิตกุล)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

.....ประธานกรรมการ
(ศาสตราจารย์พิเศษสุชาติ ธรรมมาพิทักษ์กุล)

.....อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก
(อาจารย์ ดร.พัฒนาพร โกวพัฒน์กิจ)

.....กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย
(อาจารย์สุทธิชัย จิตรวานิช)

.....กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย
(อาจารย์ธวัชชัย พิทยโสภณ)

ปกรณ วิญญูห์ตถกัจ: การได้มำซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม. (ASSET ACQUISITION FROM UNLISTED COMPANY REGARDED AS BACKDOOR LISTING)

อ. ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก : อ. ดร. พัฒนพร โกวพัฒน์กิจ, 181 หน้า.

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นรูปแบบการทำธุรกรรมที่ส่งผลให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถเข้ามามีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ โดยไม่ต้องจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง แม้ว่าบางบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมจะมีปัญหาด้านคุณภาพ แต่การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมก็มีประโยชน์ในกรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาสวมสิทธิแทนบริษัทจดทะเบียนเดิมในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ และได้นำสินทรัพย์ใหม่เข้ามาช่วยสร้างกำไรให้แก่บริษัทจดทะเบียนเดิม อย่างไรก็ตาม การใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ในการตรวจจับว่าธุรกรรมใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย ยังมีปัญหาในการตรวจจับธุรกรรมอื่นที่ไม่มีเจตนาเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม รวมถึงการกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมให้เหมือนกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงยังไม่สอดคล้องกับข้อเท็จจริงบางกรณีที่เกิดขึ้นในประเทศไทย

ดังนั้นผู้เขียนจึงเสนอแนะให้ปรับปรุงหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย โดยใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมเป็นเงื่อนไขประกอบกับเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ในการตรวจจับธุรกรรมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม และควรกำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์สามารถผ่อนผันคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้ หากเห็นว่า การเข้าจดทะเบียนโดยอ้อมดังกล่าวส่งเสริมธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนเดิมให้ดีขึ้น เพื่อส่งเสริมให้มีการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียนเดิมในกลุ่มฟื้นฟูกิจการมากขึ้น รวมถึงควรกำหนดข้อห้ามไม่ให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่ในบริษัทจดทะเบียนโอนหุ้นภายในระยะเวลา 1 ปี เพื่อป้องกันไม่ให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่พยายามสร้างราคาและทำกำไรจากการขายหุ้นออกไปทันทีหลังจากการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

สาขาวิชา นิติศาสตร์..... ลายมือชื่อนิสิต.....
ปีการศึกษา 2554..... ลายมือชื่อ อ.ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก.....

5386005034 : MAJOR LAWS

KEYWORDS : BACKDOOR LISTING / ASSET ACQUISITION / UNLISTED COMPANY

PAKORN WINYUHUTTAKIT : ASSET ACQUISITION FROM UNLISTED COMPANY
REGARDED AS BACKDOOR LISTING.

ADVISOR : LECTURER DR. PATANAPORN KOWPATANAKIT, 181 pp.

Backdoor listing is a pattern of transaction(s) which causes unlisted company to gain the listed status in the Stock Exchange without applying for front door listing. Although some companies listed by backdoor way have some problems in quality, backdoor listing is still beneficial if new asset injection from unlisted company can generate profit to the listed company (“the listed shell”) in REHABCO group. However, in Thailand, there is a problem when an examination on the size of asset acquisition to catch up backdoor listing transaction is excessive to other transactions without intention to listing by backdoor way. Moreover, exactly regulating to backdoor listing in the same way as front door listing is not appropriated when applies to some cases in Thailand.

Thus, my proposal is to amend the Thai regulation relating to backdoor listing as follows: Firstly, to catch up backdoor listing transaction, an examination on the change of control should be a condition of an examination on the size of asset acquisition. Secondly, the Exchange should have a discretion to relax the listed qualification for unlisted company in case that backdoor listing transaction can improve a business of the listed shell. This amendment should promote backdoor listing through many listed shells in REHABCO group. Finally, stock keeping period within 1 year after backdoor listing transaction should be enforced to new shareholders of the listed shell in order to prevent pump and dump scheme’s behavior.

Field of Study : Laws..... Student’s Signature

Academic Year : 2011..... Advisor’s Signature

กิตติกรรมประกาศ

กราบขอบขอบคุณ คุณพ่อ และคุณแม่ และขอขอบคุณพี่น้องในครอบครัวของผู้เขียนทุกคนที่ทำให้กำลังใจผู้เขียนตลอดมาตั้งแต่เริ่มต้นทำวิทยานิพนธ์จนเสร็จเป็นรูปเล่มสมบูรณ์

กราบขอบคุณคณาจารย์ทุกท่านที่ประสิทธิ์ประสาทความรู้ให้ผู้เขียนตลอดระยะเวลาที่เรียนนิติศาสตรมหาบัณฑิตที่จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย พื้นฐานความรู้หลายวิชาที่เรียนในหลักสูตรปริญญาโทที่ผ่านมา ช่วยให้ผู้เขียนสามารถทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เสร็จสิ้นออกมาได้อย่างที่ผู้เขียนต้องการ

กราบขอบคุณอาจารย์สุชาติ ธรรมาพิทักษ์กุล ที่ประสิทธิ์ประสาทความรู้แก่ผู้เขียนหลายวิชาและให้คำปรึกษาความรู้ด้านต่างๆ รวมทั้งให้ความกรุณาแก่ผู้เขียนเสมอมา ตั้งแต่ครั้งที่ผู้เขียนมีโอกาสเรียนกฎหมายกับอาจารย์ครั้งแรกที่สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์จนถึงปัจจุบัน

กราบขอบคุณอาจารย์สุทธิชัย จิตรวานิช ที่ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ทางด้านกฎหมายหลักทฤษฎีขั้นสูงให้แก่ผู้เขียน แนวคิดด้านการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่อาจารย์ได้กรุณาสอนผู้เขียน เป็นส่วนสำคัญที่จุดประกายให้ผู้เขียนสนใจทำหัวข้อวิทยานิพนธ์นี้

กราบขอบคุณอาจารย์ธวัชชัย พิทยโสภณ ที่ให้ความรู้และให้คำปรึกษาอันมีส่วนสำคัญที่นำไปสู่การคิดค้นประเด็นปัญหาในการเริ่มต้นทำวิทยานิพนธ์นี้ รวมถึงให้มุมมองในทางปฏิบัติหลายอย่างอันเป็นความรู้ที่มีคุณค่าแก่ผู้เขียนอย่างมาก

กราบขอบคุณอาจารย์พัฒนพร โกวพัฒน์กิจ ที่ยินดีให้คำปรึกษาแก่ผู้เขียนมาตลอด ตั้งแต่ผู้เขียนเริ่มต้นนำหัวข้อนี้มาเสนอในวิชาสัมมนากฎหมายเอกชนและธุรกิจ จนกระทั่งทำเสร็จเป็นรูปเล่มพร้อมที่จะสอบภายในกำหนดเวลาที่ผู้เขียนตั้งใจไว้

ขอขอบคุณเพื่อนๆ ปริญญาโทที่น่ารักทุกคน ขอขอบคุณที่มีน้ำใจช่วยเหลือกันเสมอมา ทั้งช่วยจดและเก็บเลคเชอร์วิชาต่างๆ ให้ตลอด จนทำให้ผู้เขียนสามารถสอบผ่านวิชาต่างๆ มาได้ด้วยดี

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	๗
สารบัญภาพ.....	ฅ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	11
1.3 สมมติฐานในการวิจัย.....	11
1.4 วิธีการศึกษาวิจัย.....	11
1.5 ขอบเขตของการทำวิจัย.....	12
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	12
บทที่ 2 การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์.....	13
2.1 ตลาดการเงิน.....	13
2.1.1 ตลาดการเงิน.....	13
2.1.2 ตลาดทุน.....	14
2.2 การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์.....	15
2.2.1 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง.....	15
2.2.2 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม.....	19
2.3 รูปแบบการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม.....	25
2.3.1 บริษัทจดทะเบียนซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน.....	26
2.3.2 บริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัท จดทะเบียน.....	27
2.4 เปรียบเทียบข้อดีและข้อเสียของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง และโดยอ้อม.....	29

2.4.1	ข้อดีและข้อเสียของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง...	29
2.4.2	ข้อดีและข้อเสียของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม...	30
2.5	มูลเหตุจูงใจในการเข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาด หลักทรัพย์โดยอ้อม.....	32
2.5.1	ความต้องการชำระค่านายหน้าในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัท จดทะเบียน.....	32
2.5.1.1	การชำระค่านายหน้าเพื่อประโยชน์ของกิจการ.....	32
2.5.1.2	การชำระค่านายหน้าเพื่อหากำไรจากการสร้างราคาหุ้น.....	34
2.5.2	ความจำเป็นในการควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียน.....	35
2.5.2.1	ทฤษฎีว่าด้วยมูลเหตุจูงใจของการควบรวมกิจการ.....	35
2.5.2.2	มูลเหตุจูงใจของการควบรวมกิจการ.....	37
2.5.2.3	ความจำเป็นในการควบรวมกิจการเพื่อความอยู่รอดของ บริษัทจดทะเบียน.....	39
2.6	ประโยชน์ของการเข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาด หลักทรัพย์โดยอ้อม.....	41
2.6.1	ประโยชน์ต่อบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน.....	41
2.6.2	ประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียน.....	41
2.6.3	ประโยชน์ต่อการเติบโตของตลาดทุน.....	41
2.7	แนวคิดเกี่ยวกับการพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาด หลักทรัพย์โดยอ้อม.....	44
2.7.1	แนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับ.....	44
2.7.1.1	แนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุก.....	44
2.7.1.2	แนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับ.....	45
2.7.2	เปรียบเทียบแนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกและแบบ เชิงรับ.....	46
2.7.2.1	ข้อดีและข้อเสียของการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุก.....	46
2.7.2.2	ข้อดีและข้อเสียของการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับ.....	47
2.7.3	การนำหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกและแบบ เชิงรับไปใช้ในประเทศต่างๆ.....	48
2.7.3.1	กลุ่มประเทศที่ใช้การพิจารณาธุรกรรมทั้งแบบเชิงรุกและ แบบเชิงรับ.....	49

2.7.3.2 กลุ่มประเทศที่ใช้การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับเพียง อย่างเดียว.....	49
2.8 แนวคิดเกี่ยวกับการดำเนินการในกรณีที่เข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจด ทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม.....	50
2.8.1 การมีส่วนร่วมในการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียน.....	51
2.8.2 การพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาด หลักทรัพย์โดยอ้อม.....	51
2.8.2.1 การพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดย อ้อมในมาตรฐานเดียวกับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยตรง...	52
2.8.2.2 การพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดย อ้อมในมาตรฐานที่ต่ำกว่าบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยตรง...	52
บทที่ 3 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย.....	54
3.1 ความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย..	54
3.2 หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมใน ประเทศไทย.....	54
3.3 การพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ในประเทศไทย.....	55
3.3.1 แนวคิดเกี่ยวกับการพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียน กับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย.....	56
3.3.2 การเข้าทำรายการที่ถือว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยอ้อมในประเทศไทย.....	56
3.3.3 การพิจารณามูลค่าของรายการในประเทศไทย	61
3.3.4 การประเมินมูลค่าของรายการในประเทศไทย	63
3.3.5 การเปลี่ยนแปลงมูลค่ารายการและการนับรวมรายการในประเทศ ไทย.....	64
3.4 การดำเนินการในกรณีที่เข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาด หลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย.....	66
3.4.1 แนวคิดเกี่ยวกับการดำเนินการในกรณีที่เข้าทำรายการอันถือเป็นการ เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย.....	66

3.4.2 การดำเนินการก่อนและหลังเข้าทำรายการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย.....	67
3.5 คุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย.....	68
3.6 ขั้นตอนการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย.....	69
3.7 วิเคราะห์กรณีศึกษาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย	70
3.8 สรุปข้อคิดเห็นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย.....	80
บทที่ 4 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในต่างประเทศ.....	85
4.1 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง.....	85
4.1.1 ความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง.....	86
4.1.2 หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง.....	87
4.1.3 การพิจารณาธุรกรรมที่ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง.....	87
4.1.3.1 แนวคิดเกี่ยวกับการพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง.....	87
4.1.3.2 การเข้าทำรายการที่ถือว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง.....	92
4.1.4 การดำเนินการในกรณีที่ทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง.....	97
4.1.4.1 แนวคิดเกี่ยวกับการดำเนินการในกรณีที่เข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง.....	97
4.1.4.2 การดำเนินการก่อนและหลังเข้าทำรายการของบริษัทจดทะเบียนในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง.....	98

4.1.5 คุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมใน เขตปกครองพิเศษฮ่องกง.....	99
4.1.6 ขั้นตอนการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขต ปกครองพิเศษฮ่องกง.....	100
4.1.7 วิเคราะห์กรณีศึกษาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง.....	100
4.1.8 สรุปข้อคิดเห็นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาด หลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง.....	108
4.2 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้.....	111
4.2.1 ความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมใน ประเทศเกาหลีใต้.....	111
4.2.2 หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดย อ้อมในประเทศเกาหลีใต้.....	113
4.2.3 การพิจารณาธุรกรรมที่ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้.....	114
4.2.3.1 แนวคิดเกี่ยวกับการพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจด ทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้..	114
4.2.3.2 การเข้าทำรายการที่ถือว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาด หลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้.....	116
4.2.4 การดำเนินการในกรณีที่ทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับ ตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้.....	118
4.2.4.1 แนวคิดเกี่ยวกับการดำเนินการในกรณีที่เข้าทำรายการอัน ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมใน ประเทศเกาหลีใต้.....	118
4.2.4.2 การดำเนินการก่อนและหลังเข้าทำรายการของบริษัทจด ทะเบียนในประเทศเกาหลีใต้.....	119
4.2.5 คุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมใน ประเทศเกาหลีใต้.....	119
4.2.6 ขั้นตอนการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศ เกาหลีใต้.....	120

4.2.7	วิเคราะห์กรณีศึกษาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ในประเทศเกาหลีใต้.....	121
4.2.8	สรุปข้อคิดเห็นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาด หลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้.....	122
4.3	การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา.....	127
4.3.1	ความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมใน ประเทศสหรัฐอเมริกา.....	128
4.3.2	หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดย อ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา.....	128
4.3.3	การพิจารณาธุรกรรมที่ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา.....	129
4.3.3.1	แนวคิดเกี่ยวกับการพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจด ทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศ สหรัฐอเมริกา.....	129
4.3.3.2	การเข้าทำรายการที่ถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาด หลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา.....	130
4.3.4	การดำเนินการในกรณีที่ทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับ ตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา.....	133
4.3.4.1	แนวคิดเกี่ยวกับการดำเนินการในกรณีที่เข้าทำรายการอัน ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมใน ประเทศสหรัฐอเมริกา.....	133
4.3.4.2	การดำเนินการก่อนและหลังเข้าทำรายการของบริษัทจด ทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา.....	133
4.3.5	คุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมใน ประเทศสหรัฐอเมริกา.....	134
4.3.6	ขั้นตอนการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศ สหรัฐอเมริกา.....	135
4.3.7	วิเคราะห์กรณีศึกษาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ในประเทศสหรัฐอเมริกา.....	137
4.3.8	สรุปข้อคิดเห็นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาด หลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา.....	146

	หน้า
บทที่ 5 ข้อเสนอแนะ.....	149
5.1 ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับปัญหาการใช้ขนาดของสินทรัพย์เพื่อพิจารณาว่ารายการใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม.....	149
5.1.1 วิเคราะห์แนวทางในการแก้ไขปัญหา.....	149
5.1.2 ข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหา.....	150
5.1.3 เหตุผลสนับสนุนข้อเสนอแนะ.....	152
5.2 ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับปัญหาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมที่ทำให้เกิดต้นทุนทางธุรกรรมจำนวนมาก.....	153
5.2.1 วิเคราะห์แนวทางในการแก้ไขปัญหา.....	153
5.2.2 ข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหา.....	156
5.2.3 เหตุผลสนับสนุนข้อเสนอแนะ.....	157
5.3 ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับปัญหาที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถใช้บริการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นเครื่องมือในการสร้างราคาหุ้นเพื่อทำกำไรให้ตนเอง.....	158
5.3.1 วิเคราะห์แนวทางในการแก้ไขปัญหา.....	158
5.3.2 ข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหา.....	159
5.3.3 เหตุผลสนับสนุนข้อเสนอแนะ.....	159
รายการอ้างอิง.....	161
ภาคผนวก.....	164
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	181

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1	ต้นทุนที่สำคัญในการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงและโดยอ้อม.....	6
2	ตัวอย่างมูลค่าต้นทุนการจดทะเบียนโดยตรงและโดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา	7
3	ตัวอย่างคุณสมบัติของหลักทรัพย์จดทะเบียนในประเทศไทย.....	16
4	คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย.....	17
5	การดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนตามรายการประเภทต่างๆ ในประเทศไทย....	67
6	หลักเกณฑ์การยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ.....	69
7	ลำดับของความมีนัยสำคัญของรายการในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง.....	94
8	การดำเนินการในกรณีที่ทำรายการประเภทต่างๆ ในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง.....	99
9	แสดงการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นก่อนและหลังการให้ข่าว.....	143
10	คุณสมบัติเชิงตัวเลขหรือปริมาณของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่ควรผ่อนปรนภายใต้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม.....	157

สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
1	ขั้นตอนในการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในประเทศไทย.....	18
2	การควบกิจการระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน.....	20
3	โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนใช้เงินสดซื้อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน.....	21
4	โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนใช้หุ้นซื้อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน.....	22
5	โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจากบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนใช้เงินสดซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน.....	23
6	โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจากบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนใช้หุ้นซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน.....	24
7	โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียน.....	26
8	โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน.....	27
9	แผนภูมิแสดงมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์ต่อ GDP เปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยกับประเทศอื่นในภูมิภาคเดียวกัน.....	42
10	แผนภูมิแสดงจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยกับประเทศอื่นในภูมิภาคเดียวกัน.....	43
11	แผนภูมิแสดงการเพิ่มขึ้นของจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ.....	43
12	ขั้นตอนการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย (บริษัทจดทะเบียนต้องดำเนินการตามลำดับหมายเลข 1-4).....	70
13	โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจาก บจ. อาปิโก กู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเพื่อซื้อสินทรัพย์ของ บจก. แพริช.....	72
14	โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจาก บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่าน บจ. แอ็ดวานซ์ เฟ้นท์.....	75
15	โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจากบริษัทจดทะเบียน A ซื้อสินทรัพย์ของ บจก. นอกตลาดหลักทรัพย์.....	102

ภาพที่		หน้า
16	โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจาก บจก. Sinochem HK เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่าน บจ. The Company.....	107
17	แผนภูมิเปรียบเทียบจำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงและโดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา.....	127
18	รูปแบบการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมด้วยการยื่นฟอร์ม 10-SB.....	135
19	รูปแบบการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมตามกฎหมายตลาดหลักทรัพย์อเมริกาที่ 419.....	136
20	โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจาก บจ. Schering และ บจ. Merck ควบกิจการกับบริษัทย่อยของ บจ. Schering.....	138

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ประเด็นปัญหาที่ 1 หลักเกณฑ์ในการใช้ขนาดของสินทรัพย์เพื่อพิจารณาว่ารายการใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม สร้างอุปสรรคต่อบริษัทจดทะเบียนในการเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

ปัจจุบันหากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องการซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ต้องพิจารณาว่าขนาดสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่ต้องการซื้อนั้นใหญ่กว่าขนาดสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือไม่ กรณีที่สินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมีขนาดใหญ่กว่า การเข้าซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวจะถือเป็นรายการประเภทที่ 4¹ ซึ่งมีความหมายว่าการได้มาซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวเป็นการนำธุรกิจของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม และการที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำธุรกิจของตนเองเข้ามาจดทะเบียนโดยอ้อมด้วยวิธีการที่ให้บริษัทจดทะเบียนเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนนั้น เท่ากับว่าบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนได้โดยไม่ต้องผ่านขั้นตอนการพิจารณาจากตลาดหลักทรัพย์ตามเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหาด้านคุณภาพของบริษัทจดทะเบียนที่นำมาสู่ความเสียหายต่อผู้ถือหุ้นได้ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึงได้สร้างหลักเกณฑ์เพื่อป้องกันปัญหาดังกล่าวด้วยการกำหนดขั้นตอนการดำเนินการสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่เข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม และกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนดังกล่าวต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ด้วย ภายใต้หลักเกณฑ์ดังกล่าว หากบริษัทจดทะเบียนต้องการซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนนั้นต้องมีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนด้วย หากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนไม่ผ่านเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์จะไม่อนุญาตให้ทำรายการซื้อขายสินทรัพย์ดังกล่าว หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ตลาดหลักทรัพย์จะไม่อนุญาตให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมด้วยการโอนสินทรัพย์ของตนเองให้บริษัทจดทะเบียนเพื่อแลกกับการเข้ามามีอำนาจควบคุมเหนือบริษัทจดทะเบียน

¹ ความหมายตามข้อ 20 ของประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547

แม้ว่าตลาดหลักทรัพย์จะใช้ขนาดสินทรัพย์ในการพิจารณาว่ารายการใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม เพื่อป้องกันปัญหาการหลบเลี่ยงการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ซึ่งวัตถุประสงค์ของการใช้ขนาดสินทรัพย์เพื่อพิจารณาว่ารายการใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ก็เพื่อนำมาใช้เป็นเครื่องบ่งชี้ถึงอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนที่อาจถูกโอนไปสู่ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนภายหลังจากเข้าทำรายการทำให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำธุรกิจของตนเองเข้ามาสวมสิทธิแทนธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนเดิม แต่หลักเกณฑ์ที่พิจารณาถึงขนาดของสินทรัพย์ดังกล่าวอาจสร้างอุปสรรคต่อบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการเข้าซื้อสินทรัพย์เพื่อขยายกิจการ โดยไม่มีเจตนาที่จะนำสินทรัพย์ที่ซื้อจากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาจดทะเบียนแทนบริษัทจดทะเบียนเดิม เนื่องจากในทางธุรกิจนั้น มีความเป็นไปได้ที่บริษัทที่มีสินทรัพย์ขนาดเล็กสามารถเข้าซื้อกิจการของบริษัทที่มีสินทรัพย์ขนาดใหญ่กว่าด้วยการกู้ยืมเงินมาซื้อกิจการ

ตัวอย่างเช่น กรณีที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ บริษัท อาปิโก โฮเทค จำกัด (มหาชน) (“บจ.อาปิโก”) ซึ่งประกอบธุรกิจผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ ได้เข้าซื้อหุ้นทั้งหมด 100% ของบริษัท แพริช สตรัคเจอร์ล โพรดัคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (“บจก.แพริช”)² โดยเมื่อวันที่ 20 พฤษภาคม พ.ศ. 2546 บจ.อาปิโก ได้เข้าทำสัญญาซื้อขายหุ้นกับบริษัท ดานา คอร์ปอเรชั่น จำกัด (“บจก.ดานา”) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ใน บจก. แพริช โดยการเข้าทำสัญญาซื้อขายหุ้นดังกล่าวก็เพื่อให้ได้หุ้นทั้งหมด 100% ของ บจก.แพริช ซึ่งประกอบธุรกิจด้านการผลิตชิ้นส่วนโครงสร้างกระบะ โดยมูลค่าการซื้อหุ้นคิดเป็นจำนวนสูงถึง 2,040,150,000 บาท บจ.อาปิโกจึงใช้วิธีการซื้อหุ้นโดยกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน หรือที่เรียกว่า “การเข้าซื้อกิจการโดยการก่อหนี้” (Leverage Buy-out) โดย บจ.อาปิโก ตกลงที่จะนำหุ้นทั้งหมด 100% ใน บจก.แพริช มาจำหน่ายกับสถาบันการเงินผู้ให้กู้เพื่อเป็นหลักประกันการชำระหนี้ รวมถึง บจ.อาปิโก ได้ดำเนินการขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อทำการออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท โดยนำหุ้นเพิ่มทุนดังกล่าวมาชำระคืนเงินกู้ยืมบางส่วนด้วย

อย่างไรก็ตาม เนื่องจาก บจ.อาปิโก มีสถานภาพเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นการซื้อหุ้นทั้งหมด 100% ของ บจก.แพริช ซึ่งเป็นบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ จึงต้องปฏิบัติตามประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องหลักเกณฑ์ วิธีการ และการเปิดเผยเกี่ยวกับการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน* (“ประกาศตลาดหลักทรัพย์”) ซึ่งจากข้อเท็จจริงปรากฏว่าการที่ บจ.อาปิโก ได้มาซึ่งหุ้นในจำนวนดังกล่าวถือว่าเป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์

² กรณีศึกษาที่ 1 ในข้อที่ 3.7 ของบทที่ 3

* เป็นประกาศที่นำมาใช้กำกับดูแลการทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ก่อนปี พ.ศ. 2547

ตามรายการประเภทที่ 4 ของประกาศตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งถือเป็นการนำสินทรัพย์ที่ได้มานั้นเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม เนื่องจากเมื่อคำนวณมูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนแล้ว รายการที่ บจ.อาปิโก ได้มานั้นมีขนาดสูงถึง 192% ซึ่งใหญ่เกิน 100% ของสินทรัพย์ที่ บจ.อาปิโกมีอยู่ จึงเป็นผลให้ บจ. อาปิโก ต้องมีหน้าที่ต่าง ๆ ได้แก่ จัดทำรายงานและเปิดเผยการได้มาซึ่งสินทรัพย์³ แจกต่อตลาดหลักทรัพย์ถึงการเข้าทำรายการขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนได้เสียโดยต้องได้รับคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของคะแนนเสียงของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง นอกจากนี้ บจ. อาปิโก ต้องยื่นคำขอต่อตลาดหลักทรัพย์เพื่อให้รับหลักทรัพย์ใหม่ ซึ่งหลักทรัพย์ใหม่ที่เป็นสินทรัพย์ของ บจก. แพริช นั้นต้องมีคุณสมบัติเหมาะสมที่จะเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยผ่านเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียน โดยในที่สุดตลาดหลักทรัพย์ก็ได้อนุญาตให้รับหุ้นของ บจก. แพริช ดังกล่าวเข้ามาเป็นหลักทรัพย์ใหม่

จากกรณีที่ บจ.อาปิโก เข้าซื้อสินทรัพย์ของ บจก. แพริช เพื่อขยายจากธุรกิจผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ไปยังธุรกิจผลิตชิ้นส่วนโครงสร้างระบะ จะเห็นว่า บจ.อาปิโก ไม่มีเจตนาที่จะนำสินทรัพย์ที่ซื้อจาก บจก. แพริช ซึ่งเป็นบริษัทนอกตลาด เพื่อเข้ามาจดทะเบียนแทนธุรกิจเดิมของ บจ.อาปิโก เพราะจากข้อเท็จจริงพบว่า บจ.อาปิโก ได้กู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเพื่อเข้าซื้อสินทรัพย์ของ บจก. แพริช และได้ออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อนำเงินเพิ่มทุนดังกล่าวมาชำระคืนเงินกู้ยืมบางส่วน ซึ่งวิธีการดังกล่าวทำให้สัดส่วนการถือหุ้นใน บจ.อาปิโก ไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก เนื่องจากการชำระค่าสินทรัพย์ให้ บจก. แพริช เป็นการชำระด้วยเงินสดที่ได้รับจากการกู้ยืมเงิน ไม่ใช่การชำระด้วยหุ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมของ บจ.อาปิโก ก็ยังมีอำนาจควบคุมอยู่เช่นเดิม นอกจากนี้สินทรัพย์ของ บจก. แพริช ที่ซื้อเข้ามาก็เป็นธุรกิจที่มีความคล้ายคลึงกัน และส่งเสริมธุรกิจเดิมของ บจ.อาปิโก ดังนั้นการที่ บจ.อาปิโก เข้าซื้อสินทรัพย์ของ บจก. แพริช แม้ว่าจะเป็นการซื้อกิจการที่มีขนาดใหญ่กว่ากิจการเดิมของผู้ซื้อ แต่ก็ไม่ใช่การซื้อโดยมีเจตนาที่จะนำสินทรัพย์ใหม่เข้ามาแทนที่สินทรัพย์เดิมในลักษณะของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

แต่เนื่องจากหลักเกณฑ์ดังกล่าวต้องการให้สินทรัพย์ใหม่ผ่านเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียน ในกรณีที่มีการซื้อสินทรัพย์นั้นถือถือว่าเป็นการทำรายการเพื่อเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม การทำรายการนี้ของ บจ.อาปิโก จึงต้องหาบริษัทที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามเกณฑ์ของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งเป็นต้นทุนทางธุรกรรมในการทำรายการของทั้งบริษัทจดทะเบียนและบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ แม้ว่า บจ.อาปิโก ไม่มีเจตนาที่จะทำรายการเพื่อนำสินทรัพย์ของบริษัทอื่นเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมก็ตาม ดังนั้นในกรณีนี้ หลักเกณฑ์

³ ปรากฏตามสารสนเทศการซื้อหุ้น บจ. แพริช วันที่ 12 มิถุนายน พ.ศ. 2546 ประกอบกับรายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินที่ปรากฏตามรายงานการประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นครั้งที่ 1/2546 ของ บจ. อาปิโก

ในการนำขนาดของสินทรัพย์มาพิจารณาว่ารายการใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยอ้อม จึงสร้างอุปสรรคต่อบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการเข้าซื้อสินทรัพย์เพื่อขยายกิจการ

ประเด็นปัญหาที่ 2 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการดำเนินการเมื่อมีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ไม่ส่งเสริมให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาจดทะเบียนโดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ เนื่องจากทำให้เกิดต้นทุนทางธุรกรรมจำนวนมาก

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ปรับเกณฑ์กำกับดูแลหุ้นในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ (REHABCO) ด้วยการปรับปรุงแนวทางดำเนินการต่อบริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายต้องปรับปรุงฐานะและการดำเนินงาน⁴ ซึ่งเริ่มมีผลใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 26 มกราคม พ.ศ. 2554 โดยตลาดหลักทรัพย์จะให้เวลาบริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายต้องปรับปรุงฐานะการเงินและการดำเนินงานเป็นเวลา 3 ปี และจะประกาศรายชื่อทุกระยะ ซึ่งจากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน พ.ศ. 2553 พบว่า หุ้นในกลุ่มฟื้นฟูกิจการในตลาดหลักทรัพย์มีทั้งหมด 32 บริษัท แบ่งออกเป็น 2 หมวด ได้แก่

(1) กลุ่ม NC (Non Compliance) เป็นหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายต้องปรับปรุงฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน มีจำนวน 6 บริษัท โดยหุ้นกลุ่ม NC เป็นหุ้นที่อยู่ในกลุ่มฟื้นฟูกิจการไม่ถึง 2 ปี และยังคงอยู่ในกระดานซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ขึ้นเครื่องหมาย SP (Trading Suspension) เพื่อสั่งห้ามการซื้อขายหลักทรัพย์ พร้อมทั้งให้เวลา 2 ปี ในการฟื้นฟูกิจการ

(2) กลุ่ม NPG (Non Performing Group) เป็นกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่แก้ไขการดำเนินงานไม่ได้ตามกำหนด โดยไม่สามารถฟื้นฟูกิจการได้ภายใน 2 ปี ซึ่งหุ้นกลุ่ม NPG ดังกล่าวเป็นกลุ่มเข้าข่ายการถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ มีจำนวน 26 บริษัท โดยตลาดจะถอนชื่อหลักทรัพย์ของบริษัทออกจากกระดานซื้อขายหลักทรัพย์และย้ายไปยัง NPG

จากกรณีดังกล่าว สื่อสิ่งพิมพ์บางฉบับได้วิเคราะห์ถึงผลกระทบจากการปรับระยะเวลาดังกล่าว⁵ โดยได้สัมภาษณ์บุคคลที่ทำงานเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งได้ให้ความเห็นว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม หรือ Backdoor listing น่าจะเป็นวิธีหนึ่งที่บริษัทในกลุ่มฟื้นฟูกิจการดังกล่าวคาดหวังว่าจะนำมาใช้เป็นทางรอด

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาจากสถิติการทำธุรกรรมเพื่อจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทในกลุ่มฟื้นฟูกิจการตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2554 จนถึงเดือน

⁴ ข้อ 9(6) ของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ เรื่อง การเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2542

⁵ กรุงเทพธุรกิจ, ปี 54 “แบ็คดอร์” มาแรง ถึงเวลาปลดล็อกหุ้นกลุ่มฟื้นฟู [ออนไลน์], 2554.

สิงหาคม พ.ศ. 2554⁶ พบว่ามีบริษัทที่ได้รับอนุญาตให้ทำธุรกรรมดังกล่าวเพียงบริษัทเดียว คือ บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค จำกัด (“บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค”) ที่เข้าทำรายการเพื่อจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ผ่านบริษัท แอ็ดวานซ์ เฟ้นท์ แอนด์เคมิเคิล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน) (“บจ. แอ็ดวานซ์ เฟ้นท์”) และต่อมาได้เปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ จำกัด (มหาชน) (“บจ. เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ”)⁷ ส่งผลให้หุ้นของ บจ. แอ็ดวานซ์ เฟ้นท์ เดิมได้กลับมาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ในนามของหุ้นบริษัทใหม่ คือ บจ. เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ ซึ่งธุรกรรมดังกล่าวสร้างประโยชน์อย่างมาก ต่อมีนักลงทุนรายย่อยกว่า 1,800 ราย ที่ติดค้างถือหุ้นของ บจ. แอ็ดวานซ์ เฟ้นท์ เดิมอยู่ นอกจากนี้ ธุรกรรมดังกล่าว ยังทำให้เจ้าหน้าที่ของ บจ. แอ็ดวานซ์ เฟ้นท์ ได้รับการชำระหนี้จากการขายสินทรัพย์เดิมของ บจ. แอ็ดวานซ์ เฟ้นท์ ที่ไม่ได้ประกอบธุรกิจแล้ว เนื่องจากเมื่อเปลี่ยนชื่อเป็น บจ. เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ แล้ว ธุรกิจเกี่ยวกับสีซึ่งเป็นธุรกิจเดิมของ บจ. แอ็ดวานซ์ เฟ้นท์ ได้ถูกยกเลิกไป โดย บจ. เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ หรือ บจ. แอ็ดวานซ์ เฟ้นท์ เดิมได้กลายเป็นบริษัทผู้ถือหุ้น* ของ บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค ซึ่งประกอบธุรกิจถ่านหิน

จะเห็นได้ว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมสร้างประโยชน์อย่างมากทั้งต่อผู้ถือหุ้นและต่อเจ้าหน้าที่ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มพื้นฟูกิจการ แต่จากจำนวนสถิติของบริษัทที่เข้าทำธุรกรรมเพื่อจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทในกลุ่มพื้นฟูกิจการดังกล่าวที่มีเพียงกรณีเดียว ในปี 2554 ทำให้เกิดคำถามขึ้นว่าหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมที่ใช้อยู่ในปัจจุบันส่งเสริมการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมากน้อยเพียงใด

สาเหตุสำคัญประการหนึ่งที่ทำให้บริษัทนอกตลาดไม่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คือ การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมทำให้เกิดต้นทุนทางธุรกรรมจำนวนมาก โดยปัจจุบันการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์มี 2 ช่องทาง ได้แก่ การจดทะเบียนโดยตรงด้วยการทำคำเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (Initial Public Offering หรือ IPO) และการจดทะเบียนโดยอ้อมด้วยการควบรวมกิจการกับบริษัทจดทะเบียนเดิมในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งกรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนต้องการใช้วิธีการจดทะเบียนโดยอ้อม (Backdoor Listing) มักมีแรงจูงใจมาจากความรวดเร็วในการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน และต้นทุน

⁶ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลท.แจ้งดำเนินการกับบริษัทที่เข้าขายต้องปรับปรุงฐานะการเงินและการดำเนินงาน NC ระยะที่ 1 หรือ NPG ระยะที่ 1 [ออนไลน์], 2554. แหล่งที่มา www.set.or.th/set/newsdetails

⁷ ดุกรณีศึกษาที่ 2 ในข้อที่ 3.7 ของบทที่ 3

* หรือเรียกว่า “บริษัทโฮลดิ้ง” (Holding Company) ซึ่งหมายถึง บริษัทที่มีการประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้นในบริษัทอื่น ๆ และไม่มีการประกอบธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญเป็นของตนเอง

การทำธุรกรรมที่ถูกลงกว่าการเข้าจดทะเบียนโดยตรง โดยสามารถพิจารณาประเภทของต้นทุนในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงและโดยอ้อมได้ดังต่อไปนี้

จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง (Initial Public Offering)	จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (Backdoor Listing)
<p><u>ต้นทุนปกติ</u></p> <p>(1) ต้นทุนการจ้างที่ปรึกษาทางการเงิน</p> <p>(2) ต้นทุนการยื่นคำขอให้พิจารณาหลักทรัพย์ใหม่กับตลาดหลักทรัพย์</p> <p>(3) ต้นทุนค่าธรรมเนียมที่จ่ายให้ผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter)</p>	<p><u>ต้นทุนปกติ</u></p> <p>(1) ต้นทุนการจ้างที่ปรึกษาทางการเงิน</p> <p>(2) ต้นทุนการดำเนินการตามประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ เช่น การยื่นคำขอให้พิจารณาหลักทรัพย์ใหม่กับตลาดหลักทรัพย์</p>
<p><u>ต้นทุนแฝง</u></p> <p>(1) ต้นทุนการเสียเวลาดังแต่เริ่มแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจนกระทั่งเสนอขายหุ้นให้ประชาชนครั้งแรก (IPO) สำเร็จ</p>	<p><u>ต้นทุนแฝง</u></p> <p>(1) ต้นทุนการแจกหุ้นแก่กลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนเดิม</p> <p>(2) ต้นทุนในการชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้ของบริษัทจดทะเบียนเดิม*</p> <p>(3) ต้นทุนค่าเสียโอกาส ในการไม่ได้รับเงินจากการขายหุ้นให้ประชาชนครั้งแรก (IPO) เพื่อมาใช้ในกิจการ</p>

ตารางที่ 1 ต้นทุนที่สำคัญในการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงและโดยอ้อม

จากตารางข้างต้น แม้ว่าต้นทุนปกติในการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงจะมากกว่าโดยอ้อม แต่ต้นทุนแฝงของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมก็มีค่อนข้างมาก ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับข้อตกลงระหว่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน โดยจะเห็นได้ว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีต้นทุนในการยื่นคำขอให้พิจารณาหลักทรัพย์ใหม่กับตลาดหลักทรัพย์เช่นเดียวกับการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ซึ่งต้นทุนส่วนนี้เองอาจทำให้บริษัทที่มีคุณสมบัติพร้อมจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์เลือกที่จะเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงมากกว่า เนื่องจากแม้ว่าการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมักจะใช้เวลาที่น้อยกว่าการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง แต่การจดทะเบียนโดยอ้อมก็ทำให้เกิดต้นทุนแฝงจำนวนมาก โดยเฉพาะต้นทุนค่าเสียโอกาสในการไม่ได้รับเงินจากการขายหุ้นให้ประชาชนครั้งแรกเพื่อมาใช้ในกิจการ

* ต้นทุนนี้อาจเกิดขึ้นในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนเดิมอยู่ในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ (REHABCO)

สำหรับการคิดมูลค่าของต้นทุนประเภทต่างๆ นั้น พบว่าในปัจจุบันยังไม่มีการสรุปข้อมูลเกี่ยวกับต้นทุนการทำธุรกรรมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย อย่างไรก็ตาม William K. Sjostrom ได้ประมาณการต้นทุนของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงและโดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา⁸ ซึ่งสามารถนำมาอธิบายเป็นตัวอย่างได้ดังนี้

จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง (IPO)	จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (Backdoor Listing)*
(1) ต้นทุนค่าธรรมเนียมจ่ายให้ผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) รวมถึงค่าใช้จ่ายอื่น ประมาณ US\$9,000,000 (หรือคิดเป็น 18% ของมูลค่าหุ้น IPO \$50,000,000)	(1) ต้นทุนค่าธรรมเนียมจ่ายให้ผู้จัดการธุรกรรม ประมาณ US\$100,000 - US\$400,000 (2) ต้นทุนการแจกหุ้นแก่กลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนเดิม US\$5,000,000 - US\$10,000,000 (หรือคิดเป็นประมาณ 10-20% ของหุ้นในบริษัทใหม่)

ตารางที่ 2 ตัวอย่างมูลค่าต้นทุนการจดทะเบียนโดยตรงและโดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา

จากตัวอย่าง เมื่อเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงและโดยอ้อม พบว่าต้นทุนรวมของการเข้าจดทะเบียนโดยตรงประมาณ US\$9,000,000 ในขณะที่ต้นทุนรวมของการเข้าจดทะเบียนโดยอ้อมประมาณ US\$5,100,000 - US\$10,400,000 ซึ่งจะเห็นได้ว่าต้นทุนทางธุรกรรมของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไม่ได้ถูกกว่าต้นทุนของการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงมากนัก

จากการเปรียบเทียบต้นทุนดังกล่าวข้างต้นทั้งตามประเภทและตามมูลค่าของต้นทุนทางธุรกรรม พบว่าการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมสร้างต้นทุนที่ค่อนข้างสูงให้แก่ผู้ประกอบการ และเป็นไปได้ยากที่ผู้ประกอบการจะมีแรงจูงใจในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งการที่ผู้ประกอบการที่เป็นบริษัทนอกตลาดขาดแรงจูงใจดังกล่าว ย่อมส่งผลเสียต่อบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟื้นฟูกิจการที่ต้องการให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาซื้อกิจการของตน

⁸ Sjostrom, W., "The truth about reverse mergers", *Entrepreneurial business law journal* Vol.2.2 (2008): 750-751.

* ไม่ได้คิดต้นทุนในการชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้ของบริษัทจดทะเบียนเดิม และต้นทุนค่าเสียโอกาสในการไม่ได้รับเงินจากการขายหุ้นให้ประชาชนครั้งแรก

ประเด็นปัญหาที่ 3 บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นเครื่องมือในการสร้างราคาหุ้นเพื่อทำกำไรให้ตนเองได้ ทำให้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีภาพลักษณ์ที่ไม่ดีในสายตาของนักลงทุน และส่งผลให้บริษัทที่ไม่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

โดยทั่วไปบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนจะใช้วิธีเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเพื่อนำธุรกิจของตนเองเข้าไปสวมสิทธิบริษัทจดทะเบียนเดิม และบริษัทดังกล่าวก็จะใช้สิทธิในฐานะบริษัทจดทะเบียนเดิมระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ด้วยการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อนำไปใช้ในกิจการของตนเองต่อไปในอนาคต

อย่างไรก็ตาม บางกรณีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนอาจใช้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นเครื่องมือในการสร้างราคาหุ้นเพื่อทำกำไรให้ตนเองได้ ตัวอย่างเช่น นาย ก. สนใจที่จะใช้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นเครื่องมือในการสร้างราคาหุ้นเพื่อทำกำไรให้ตนเอง นาย ก. ก็จะเริ่มต้นจากเข้าซื้อบริษัท ก. ที่มีคุณสมบัติเพียงพอที่จะยื่นคำขอให้พิจารณารับหลักทรัพย์ใหม่กับตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งบริษัท ก. อาจมีผลประกอบการที่ไม่ดีมากนัก ทำให้นาย ก. สามารถซื้อบริษัท ก. ได้ในราคาถูก หลังจากนั้นนาย ก. ก็นำบริษัท ก. เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านการสวมสิทธิบริษัทจดทะเบียนเดิมในตลาดหลักทรัพย์ โดยมักจะเลือกบริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทจดทะเบียนขนาดเล็กที่มีจำนวนหุ้นซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ไม่มากนักและกำลังประสบปัญหาทางธุรกิจ เพื่อให้สามารถซื้อกิจการได้ในราคาถูก โดยการเข้าซื้อบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวได้ใช้วิธีซื้อกิจการแบบย้อนกลับ (Reverse Takeover)* ที่ส่งผลให้ผู้ที่ได้รับสินทรัพย์กลายเป็นผู้ถูกซื้อกิจการ ซึ่งธุรกรรมดังกล่าวเป็นธุรกรรมอันมีลักษณะเฉพาะที่นำมาใช้เพื่อทำให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้ กล่าวคือ เมื่อบริษัท ก. ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียน ข. บริษัท ก. ก็จะเจรจากับผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียน ข. ว่าจะขอซื้อกิจการด้วยวิธีการนำสินทรัพย์ของบริษัท ก. เข้าไปสวมสิทธิแทนสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน ข. ซึ่งวิธีการดังกล่าวจะทำให้บริษัทจดทะเบียน ข. กลายเป็นบริษัทผู้ถือหุ้น (Holding Company) ของบริษัท ก. ส่วนบริษัท ก. ก็เป็นบริษัทแทนที่สร้างรายได้ให้กับบริษัทจดทะเบียน ข. หากผู้มีอำนาจควบคุมบริษัทจดทะเบียน ข. ตกลงด้วย บริษัทจดทะเบียน ข. ก็จะยื่นคำขอให้พิจารณารับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์พิจารณาว่าบริษัท ก. มีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือไม่ โดยระหว่างที่ตลาดหลักทรัพย์กำลังพิจารณาคุณสมบัติของบริษัท ก. นั้น บริษัทจดทะเบียน ข. ก็สามารถเรียกประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อลงมติพิเศษด้วยจำนวนเสียง 3

* เป็นธุรกรรมที่ส่งผลให้ผู้ถือถูกเทคโอเวอร์ย้อนกลับ ดังนั้นผู้ซื้อกิจการที่แท้จริงตามธุรกรรมนี้จึงมีสถานะเป็นผู้ขายสินทรัพย์ และผู้ขายกิจการที่แท้จริงก็มีสถานะเป็นผู้ซื้อสินทรัพย์หรือผู้ที่ได้มาซึ่งสินทรัพย์

ใน 4 ของผู้ที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงเพื่ออนุมัติให้บริษัทจดทะเบียน ข. เข้าทำรายการซื้อสินทรัพย์จากบริษัท ก.

หากตลาดหลักทรัพย์อนุญาตให้บริษัทจดทะเบียน ข. รับหลักทรัพย์ใหม่ได้และที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้นลงมติพิเศษให้เข้าทำรายการดังกล่าวได้ บริษัทจดทะเบียน ข. ก็จะออกหุ้นเพิ่มทุนโดยเฉพาะเจาะจง (Private Placement)* ให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท ก. เพื่อแลกกับหุ้นหรือสินทรัพย์ของบริษัท ก. ทั้งหมดที่มีอยู่ ส่งผลให้บริษัทจดทะเบียน ข. กลายเป็นบริษัทผู้ถือหุ้น (Holding Company) ของบริษัท ก. ส่วนผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท ก. ซึ่งรวมถึงนาย ก. ด้วย ก็จะกลายเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมเหนือบริษัทจดทะเบียน ข. เนื่องจากหุ้นเพิ่มทุนโดยเฉพาะเจาะจงที่ออกให้ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียน ก. มีจำนวนมากกว่าหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียน ข. ถืออยู่ ทั้งนี้เป็นผลมาจากสินทรัพย์ของบริษัท ก. ที่อยู่นอกตลาดมีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ข. ที่เคยประสบปัญหาทางธุรกิจและได้ขายสินทรัพย์ออกไปบางส่วน โดยในระหว่างที่มีการทำรายการเพื่อเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ข. จะเริ่มปรับตัวสูงขึ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายย่อยจะเกิดความหวังว่าสินทรัพย์ใหม่ที่เข้ามาเป็นธุรกิจหลักของบริษัทจดทะเบียนจะสามารถสร้างกำไรให้กับบริษัทจดทะเบียนได้ ประกอบกับอาจมีการสร้างข่าวลือหรือประกาศแผนลงทุนขยายธุรกิจภายหลังจากการที่มีกลุ่มทุนใหม่เข้ามาสวมสิทธิบริษัทจดทะเบียนเดิมจะยิ่งทำให้นักลงทุนรายย่อยต้องการซื้อหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ข. มากขึ้น ส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ข. เพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆ ในช่วงเวลานี้นาย ก. ซึ่งถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ข. จำนวนมาก สามารถที่จะทยอยขายหุ้นออกไปเพื่อทำกำไรได้ โดยนาย ก.สามารถขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ข. ได้ไม่เกิน 45% ของหุ้นที่นาย ข. ถืออยู่ทั้งหมด เนื่องจากภายใต้หลักเกณฑ์การยื่นขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ ผู้ถือหุ้นกลุ่มใหม่ของบริษัทจดทะเบียนมีข้อจำกัดห้ามขายหุ้นของตน 55% ของทุนชำระแล้วภายใน 1 ปี (Silent Period)** โดยเมื่อพ้นระยะเวลา 6 เดือนแล้ว สามารถทยอยขายได้อีก 25% ของหุ้นที่ห้ามขาย

จากตัวอย่างที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทที่มีไปบริษัทจดทะเบียนสามารถใช้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นเครื่องมือในการสร้างราคาหุ้นเพื่อทำกำไรให้ตนเองได้ เนื่องจากด้วยลักษณะของธุรกรรมที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ใหม่ที่อาจสร้างกำไรให้กับบริษัทในอนาคตได้ ประกอบกับแผนลงทุนของผู้ถือหุ้นรายใหม่ สามารถทำให้

* การออกหุ้นเพิ่มทุนด้วยวิธีนี้ ไม่มีความยุ่งยากเหมือนกับการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อขายประชาชน (Public Offering)

** ข้อจำกัดการห้ามขายหุ้นนี้ ปกติจะนำไปใช้กับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง โดยห้ามไม่ให้ผู้ถือหุ้นที่มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholder) ขายหุ้นของตนเองจำนวน 55% ของทุนชำระแล้วภายใน 1 ปี แต่เมื่อพ้นระยะเวลา 6 เดือนแล้ว สามารถทยอยขายได้ 25% ของหุ้นที่ห้ามขาย

ราคาหุ้นสูงขึ้น* ภายใต้ความคาดหวังของนักลงทุน** และท้ายที่สุดผู้ถือหุ้นรายใหม่ก็สามารถขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ตนเองได้มาจำนวนมากออกไปเพื่อทำกำไรได้ภายในระยะเวลาอันสั้น⁹

โดยหลังจากที่ผู้ถือหุ้นรายใหม่ขายหุ้นบางส่วนเพื่อทำกำไรไปแล้ว ผู้ถือหุ้นรายใหม่ดังกล่าวอาจไม่มีเจตนาที่จะนำสินทรัพย์ของบริษัทกลับมาสร้างกำไรให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยอย่างจริงจัง ซึ่งในบางกรณีก็ปรากฏข้อเท็จจริงว่าภายหลังการทำรายการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนกลับแย่ลง ทำให้ราคาหุ้นลดลงเรื่อยๆ ซึ่งข้อเท็จจริงนี้เองทำให้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในสายตาของนักลงทุนมีภาพลักษณ์ที่ไม่ดี และทำให้ถูกมองว่าเป็นเครื่องมือในการสร้างราคาให้กับหุ้นของบริษัทจดทะเบียน นอกจากนี้ในบางกรณีผู้ถือหุ้นรายใหม่ของบริษัทจดทะเบียนก็ยังออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงให้กับตนเองและผู้เกี่ยวข้อง พร้อมทั้งปล่อยข่าวลือเพื่อสร้างราคาให้กับหุ้นของบริษัทจดทะเบียนเพื่อขายทำกำไรในรอบต่อไปอีกด้วย

จากพฤติกรรมในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเพื่อสร้างราคาหุ้นให้สูงเกินจริงและขายออกเพื่อทำกำไรดังกล่าว ทำให้บริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อาจไม่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม เนื่องจากกลัวนักลงทุนจะมองว่าบริษัทของตนเองเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเพื่อสร้างราคาและขายหุ้นออกไป ทำให้นักลงทุนไม่สนใจที่จะเข้ามาซื้อหุ้นของบริษัทภายหลังการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม และส่งผลให้บริษัทไม่สามารถระดมทุนด้วยการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อนำมาขยายธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพในอนาคต

* ในบางกรณี อาจมีพฤติกรรมอื่นๆ ของผู้ถือหุ้นรายใหม่ในบริษัทจดทะเบียน ที่ส่งผลให้ราคาหุ้นขึ้นสูงเกินจริงด้วย เช่น การสร้างข่าวลือ การปั่นราคาหุ้นด้วยการซื้อขายไปมาผ่านบัญชีνομินี เป็นต้น

** ในบางกรณี นักลงทุนก็ทราบว่าราคาหุ้นที่สูงขึ้นไม่ได้เป็นไปตามกลไกตลาดที่แท้จริง แต่ก็ยังต้องการเข้าไปซื้อ เนื่องจากเห็นว่าตนเองมีโอกาสที่จะขายหุ้นออกไปได้ในขณะที่ราคาหุ้นยังสูงอยู่ ดังนั้นนักลงทุนที่เสียหายอย่างแท้จริงจึงมีทั้งนักลงทุนที่ไม่ทราบข้อเท็จจริงว่าหุ้นดังกล่าวมีการปั่นราคา และนักลงทุนที่ทราบข้อเท็จจริงแต่ขายหุ้นออกไปไม่ทัน

⁹ คุรุณศึกษาที่ 3 ในข้อที่ 3.7 ของบทที่ 3

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

- 1) เพื่อศึกษาปัญหาที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย
- 2) เพื่อศึกษาการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งโดยตรงและโดยอ้อม
- 3) เพื่อศึกษารูปแบบ วิธีการ และหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย
- 4) เพื่อศึกษารูปแบบ วิธีการ และหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในต่างประเทศ
- 5) เพื่อวิเคราะห์แนวทางการปรับปรุงหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมให้เหมาะสมกับประเทศไทย

1.3 สมมติฐานในการวิจัย

หลักเกณฑ์ในการใช้ขนาดของสินทรัพย์เพื่อพิจารณาว่ารายการใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมนั้นไม่เหมาะสม เนื่องจากบางกรณีอาจสร้างภาระให้กับบริษัทที่ไม่มีเจตนาเข้ามาจดทะเบียนโดยอ้อม ดังนั้นจึงควรปรับปรุงหลักเกณฑ์ดังกล่าวโดยใช้ขนาดของสินทรัพย์พิจารณาประกอบกับหลักเกณฑ์อื่น

นอกจากนี้ หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการดำเนินการเมื่อมีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไม่ส่งเสริมให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาจดทะเบียนโดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มพื้นฟูกิจการ เนื่องจากการดำเนินการดังกล่าวทำให้เกิดต้นทุนทางธุรกรรมจำนวนมาก และเปิดโอกาสให้เกิดการทำกำไรด้วยการสร้างราคาหุ้นซึ่งมีภาพลักษณ์ที่ไม่ดีในสายตาของนักลงทุน ดังนั้นจึงควรปรับปรุงหลักเกณฑ์ดังกล่าวโดยลดต้นทุนทางธุรกรรมที่ไม่จำเป็น และจำกัดโอกาสในการทำกำไรด้วยการสร้างราคาหุ้น

1.4 วิธีการศึกษาวิจัย

ศึกษาด้วยวิธีวิจัยเอกสารที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลที่เปิดเผยในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และข้อมูลที่เปิดเผยในเว็บไซต์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง รวมถึงรายงานประจำปี และรายงานตามแบบ 56-1 ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ และข้อมูลจากเอกสารและตำราเรียนต่างๆ

1.5 ขอบเขตของการทำวิจัย

ศึกษารูปแบบ วิธีการ และหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย และเปรียบเทียบรูปแบบ วิธีการ และหลักเกณฑ์ดังกล่าวกับต่างประเทศ โดยศึกษาจากประเทศที่มีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำกับดูแลตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว ซึ่งประเทศและเขตปกครองพิเศษที่เลือกศึกษาได้แก่ เขตปกครองพิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน ประเทศเกาหลีใต้ และประเทศสหรัฐอเมริกา

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

- 1) เพื่อให้ทราบถึงปัญหาที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย
- 2) เพื่อให้ทราบถึงการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งโดยตรงและโดยอ้อม
- 3) เพื่อให้ทราบถึงรูปแบบ วิธีการ และหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย
- 4) เพื่อให้ทราบถึงรูปแบบ วิธีการ และหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในต่างประเทศ
- 5) เพื่อเสนอแนะแนวทางการปรับปรุงหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมให้เหมาะสมกับประเทศไทย

บทที่ 2

การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์

ในระบบตลาดที่มีการแข่งขันกัน องค์กรธุรกิจต่างๆ ต้องดำเนินกิจการเพื่อสร้างกำไรสูงสุดให้กับองค์กรของตนภายใต้เงื่อนไขข้อจำกัดทางด้านทรัพยากรที่แต่ละองค์กรมี เงินลงทุนในการประกอบธุรกิจก็ถือเป็นข้อจำกัดอย่างหนึ่งที่ทำให้แต่ละองค์กรธุรกิจมีความสามารถในการทำกำไรแตกต่างกัน อย่างไรก็ตาม องค์กรธุรกิจก็มีทางเลือกในการจัดหาเงินลงทุนด้วยการระดมทุนผ่านแหล่งเงินทุนต่างๆ ที่เกิดขึ้นมาภายใต้ระบบตลาดที่มีการจัดการที่ดีในปัจจุบัน ซึ่งแหล่งเงินทุนดังกล่าวเรียกว่า “ตลาดการเงิน” ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

2.1 ตลาดการเงิน¹

ตลาดการเงิน (Financial Market) เป็นช่องทางในการไหลผ่านของเงินทุนทางตรงในระบบการเงิน โดยผู้ที่ต้องการใช้เงินทุนในการดำเนินกิจการจะระดมทุนด้วยการออกจำหน่ายตราสารทางการเงินให้แก่เจ้าของเงินทุน ตลาดการเงินมีความสำคัญต่อทั้งผู้ที่ต้องการใช้เงินทุนและเจ้าของเงินทุน โดยผู้ที่ต้องการใช้เงินสามารถจัดหาเงินทุนไปใช้ในการดำเนินกิจการของตนเองได้ เช่น ใช้อุปกรณ์จักรและวัตถุดิบในการผลิต ใช้จ่ายเงินเดือนพนักงานและค่าใช้จ่ายอื่นๆ ที่จำเป็น ส่วนเจ้าของเงินทุนก็สามารถหาผลตอบแทนจากการนำเงินไปลงทุนในตลาดการเงินได้ ซึ่งผลตอบแทนดังกล่าวอาจจะได้รับกลับมาในรูปของดอกเบี้ยหรือเงินปันผล ขึ้นอยู่กับประเภทของตราสารที่ลงทุน

การจัดหาเงินทุนของผู้ที่ต้องการใช้เงินทุนอาจเป็นการหาเงินทุนระยะสั้นซึ่งมีระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี หรือเป็นการจัดหาเงินทุนระยะยาวที่มีระยะเวลามากกว่า 1 ปีก็ได้ โดยระยะเวลาของเงินทุนดังกล่าวนำมาใช้ในการแบ่งตลาดตามประเภทของตราสารดังนี้

2.1.1 ตลาดเงิน

ตลาดเงิน (Money Market) คือ ตลาดที่ทำการซื้อขายตราสารทางการเงินที่มีอายุครบกำหนดไม่เกิน 1 ปี ซึ่งตราสารทางการเงินดังกล่าว ได้แก่ ตราสารหนี้ระยะสั้น เช่น ตั๋วเงินคลัง ตั๋วสัญญาใช้เงิน ตั๋วแลกเงิน เป็นต้น โดยเจ้าของเงินทุนจะได้รับผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ย ซึ่งการระดมตราสารทางการเงินในตลาดเงินนั้นสามารถทำได้โดยผ่านสถาบันตัวกลาง (Intermediaries) เช่น ธนาคารพาณิชย์ สถาบันการเงิน เป็นต้น

¹ ศุภชัย ศรีสุชาติ, ตลาดหุ้นในประเทศไทย (กรุงเทพมหานคร: บุญศิริการพิมพ์, 2547).

2.1.2 ตลาดทุน

ตลาดทุน (Capital Market) คือ ตลาดที่ทำการซื้อขายตราสารทางการเงินที่มีอายุครบกำหนดมากกว่า 1 ปี ซึ่งตราสารทางการเงินดังกล่าว ได้แก่ ตราสารหนี้ระยะยาว เช่น พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ เป็นต้น โดยเจ้าของเงินทุนจะได้รับผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ย และตราสารทุน เช่น หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ เป็นต้น โดยเจ้าของเงินทุนจะได้รับผลตอบแทนเป็นเงินปันผล ซึ่งการระดมตราสารทางการเงินในตลาดทุนนั้นผู้ที่ต้องการใช้เงินทุน เช่น บริษัทต่างๆ สามารถทำได้โดยตรง โดยไม่ต้องผ่านสถาบันตัวกลาง

ตลาดทุนสามารถแบ่งตลาดตามลักษณะของการเคลื่อนย้ายทุนว่าเงินทุนที่ได้จากการขายหลักทรัพย์นั้นอยู่กับผู้ใด ดังต่อไปนี้

1) ตลาดแรก (Primary Market)

ตราสารทางการเงินที่ซื้อขายกันในตลาดแรกนี้จะเป็นตราสารที่กิจการออกขึ้นมาใหม่ เพื่อเป็นการระดมทุนจากเจ้าของเงินทุนมายังผู้ที่ต้องการใช้เงินทุนโดยตรงในตลาดการเงิน การซื้อตราสารทางการเงินของเจ้าของเงินทุนซึ่งเป็นนักลงทุน จะทำให้เงินทุนไหลจากนักลงทุนที่มีเงินทุนส่วนเกินไปยังกิจการของผู้ที่ต้องการใช้เงินทุนซึ่งเป็นผู้ออกตราสารทางการเงินดังกล่าว ทำให้กิจการมีเงินทุนเพื่อนำไปใช้ในโครงการที่วางแผนเอาไว้ กระบวนการนี้อาจเกิดขึ้นได้ 2 รูปแบบ คือ การออกตราสารเพื่อเสนอขายต่อประชาชนทั่วไป (Public Offering) และการออกตราสารเพื่อเสนอขายแก่ผู้ลงทุนรายใดรายหนึ่ง หรือกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเป็นการเฉพาะเจาะจง (Private Placement) เช่น สถาบันการเงิน กองทุน หรือผู้ลงทุนต่างประเทศ เป็นต้น

2) ตลาดรอง (Secondary Market)

ตลาดรองเป็นตลาดที่จัดตั้งขึ้นมาเพื่อให้ให้นักลงทุนผู้ครอบครองตราสารทางการเงินสามารถนำตราสารของตนที่ซื้อมาจากตลาดแรก มาทำการซื้อขายเปลี่ยนมือให้แก่ผู้อื่น โดยการซื้อขายเปลี่ยนมือในตลาดรองอาจเกิดขึ้นเนื่องจากการซื้อขายเพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการเงินทุนในช่วงเวลานั้น หรือเป็นการซื้อขายเพื่อทำกำไร ทั้งนี้การซื้อขายในตลาดรองนั้นกระแสเงินทุนที่เกิดขึ้นไม่ได้มีการเคลื่อนย้ายสู่ธุรกิจผู้ออกตราสารเหมือนเช่นในตลาดแรก โดยสามารถแบ่งตลาดรองตามลักษณะของการจัดตั้งได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่

2.1) ตลาดรองที่มีการจัดตั้งอย่างเป็นทางการ

เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (the Stock Exchange of Thailand หรือ SET) หรือตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (Market for Alternative Investment หรือ MAI) และ

2.2) ตลาดรองที่มีการซื้อขายอย่างไม่เป็นทางการ

การซื้อขายในตลาดแบบนี้เป็นตลาดที่ผู้ซื้อและผู้ขายมาตกลงเจรจากันเองนอกตลาด (Over The Counter หรือ OTC) ที่ไม่มีระบบ ไม่มีสถานที่ และไม่มีกำหนดเวลาซื้อขายที่แน่นอน

2.2 การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์

การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการระดมทุนจากประชาชนโดยตรงไปสู่องค์กรหรือบริษัทซึ่งเป็นผู้ต้องการใช้เงินทุน ด้วยการออกตราสารทางการเงินหรือหลักทรัพย์เพื่อเสนอขายต่อประชาชนซึ่งคือนักลงทุน โดยบริษัทผู้ต้องการใช้เงินทุนดังกล่าวต้องเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งต้องผ่านการตรวจสอบตามหลักเกณฑ์ทางด้านคุณสมบัติของหลักทรัพย์และคุณสมบัติของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ รวมถึงต้องปฏิบัติตามขั้นตอนการยื่นคำขอและการพิจารณารับหลักทรัพย์ที่กำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียน โดยเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวเนื่องจากตราสารที่เสนอขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นตราสารทุน และตราสารหนี้ระยะยาวที่มีอายุครบกำหนดมากกว่า 1 ปี โดยสามารถออกตราสารทางการเงินได้หลากหลายประเภท เช่น หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้แปลงสภาพ หุ้นกู้ด้อยสิทธิ ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้น เป็นต้น นอกจากนี้การระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ยังทำให้บริษัทจดทะเบียนมีการปรับปรุงระบบบัญชีและระบบควบคุมภายในที่มีมาตรฐาน มีการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส รวมถึงทำให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือมากขึ้นและสร้างภาพลักษณ์ที่ดีต่อธุรกิจ นอกจากนี้การระดมทุนดังกล่าวก็เป็นประโยชน์ต่อเจ้าของเงินทุนที่เป็นนักลงทุน โดยหลักทรัพย์ที่นักลงทุนซื้อผ่านตลาดหลักทรัพย์จะมีสภาพคล่องสูง เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดรองที่สามารถซื้อขายเปลี่ยนมือและเพิ่มมูลค่าได้ตามความต้องการของนักลงทุนคนอื่นในตลาด โดยมูลค่าของหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นนี้เองเป็นแรงจูงใจให้นักลงทุนเข้ามาทำกำไรในตลาดหลักทรัพย์จากส่วนต่างของราคาซื้อขาย ซึ่งในกรณีที่นักลงทุนเป็นบุคคลธรรมดา กำไรที่เกิดขึ้นจากการซื้อขายหลักทรัพย์จะได้รับการยกเว้นไม่ต้องนำมาคำนวณเป็นรายได้เพื่อเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา

การที่จะนำหลักทรัพย์เข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้นั้น บริษัทซึ่งเป็นผู้ออกหลักทรัพย์ต้องเข้ามาเป็นบริษัทจดทะเบียน ซึ่งการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์สามารถทำได้ 2 วิธี คือ

2.2.1 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง

ตลาดหลักทรัพย์ประเทศต่างๆ ได้กำหนดหลักเกณฑ์ในการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ทางตรงไว้ ทั้งหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับคุณสมบัติของหลักทรัพย์จดทะเบียน คุณสมบัติของ

บริษัทจดทะเบียน และขั้นตอนในการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน ตัวอย่างเช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดหลักเกณฑ์ในการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียน ภายใต้วัตถุประสงค์เพื่อพิจารณารับบริษัทที่มีคุณภาพดีเป็นที่สนใจของประชาชน โดยบริษัทดังกล่าวต้องมีคุณสมบัติเพียงพอที่จะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และปฏิบัติตามขั้นตอนการยื่นคำขอและการพิจารณาหลักทรัพย์ที่กำหนดในข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2544 หรือมีคุณสมบัติเพียงพอที่จะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนใน “ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ” พ.ศ. 2546 แล้วแต่กรณี ซึ่งสามารถสรุปหลักเกณฑ์ได้ดังต่อไปนี้

1) คุณสมบัติของหลักทรัพย์จดทะเบียน

หลักทรัพย์	คุณสมบัติ
1. หุ้นสามัญ	<ol style="list-style-type: none"> 1) ชำระเต็มมูลค่าแล้วทั้งหมด 2) ระบุชื่อผู้ถือ 3) ไม่มีข้อจำกัดในการโอน ยกเว้นข้อจำกัดที่เป็นไปตามกฎหมาย และต้องระบุไว้ในข้อบังคับบริษัท
2. หุ้นบุริมสิทธิ	<ol style="list-style-type: none"> 1) ชำระเต็มมูลค่าแล้วทั้งหมด 2) ระบุชื่อผู้ถือ 3) ไม่มีข้อจำกัดในการโอน ยกเว้นข้อจำกัดที่เป็นไปตามกฎหมาย และต้องระบุไว้ในข้อบังคับบริษัท 4) มีผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ ณ วันที่ยื่นคำขอ ไม่น้อยกว่า 50 ราย

ตารางที่ 3 ตัวอย่างคุณสมบัติของหลักทรัพย์จดทะเบียนในประเทศไทย

2) คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียน

เกณฑ์	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ²	ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ³
1. จำนวนหุ้นที่ขายต่อประชาชน	<p>กรณีถือหุ้นน้อยกว่า 500 ล้านบาท</p> <p>จำนวนหุ้นไม่น้อยกว่า 15%</p>	จำนวนหุ้นไม่น้อยกว่า 15%

² เป็นไปตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2544

³ เป็นไปตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนใน “ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ” พ.ศ. 2546

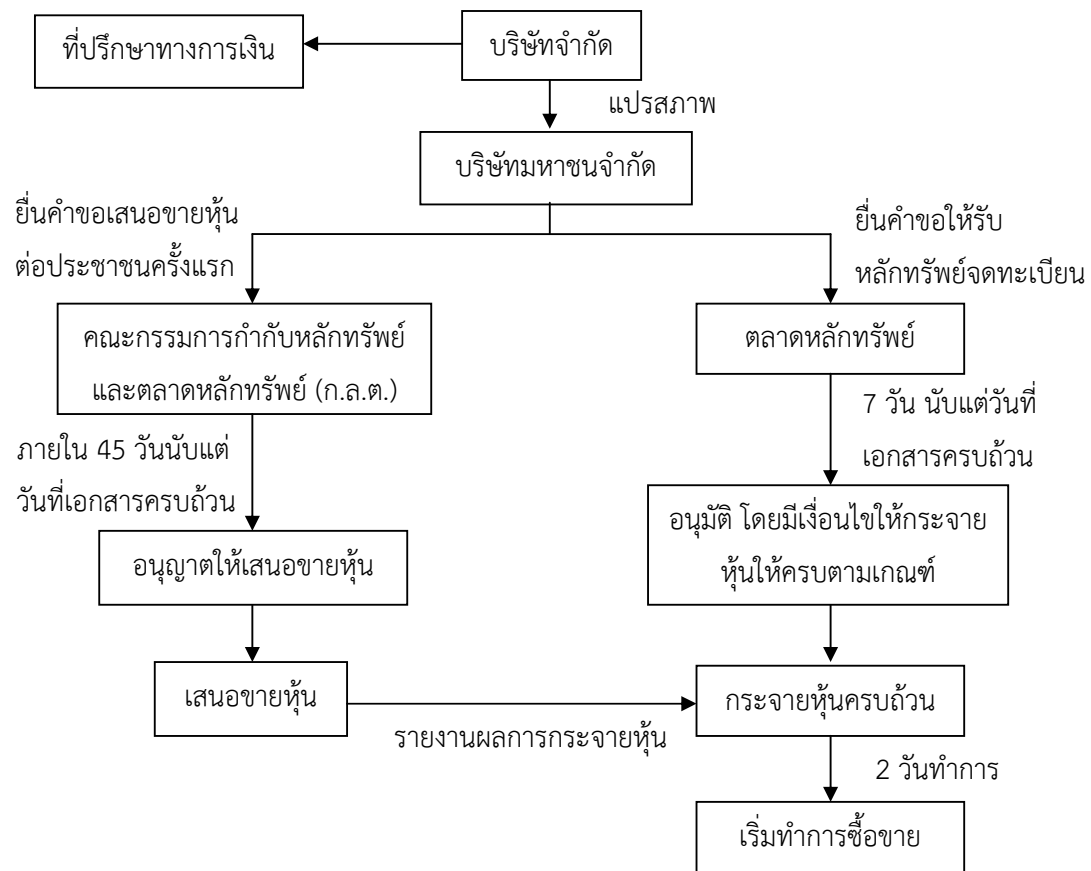
เกณฑ์	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ²	ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ³
	กรณีที่ทุนไม่น้อยกว่า 500 ล้านบาท จำนวนหุ้นไม่น้อยกว่า 10% หรือ มีมูลค่าหุ้นสามัญไม่น้อยกว่า 75 ล้าน บาท แล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่า	
2. การกระจาย หุ้นรายย่อย	จำนวนผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่า 1,000 ราย	จำนวนผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่า 300 ราย
	จำนวนหุ้นไม่น้อยกว่า 25 % ของทุน ชำระแล้ว	จำนวนหุ้นไม่น้อยกว่า 20 % ของ ทุนชำระแล้ว
3. ทุนชำระแล้ว	ไม่น้อยกว่า 300 ล้านบาท	ไม่น้อยกว่า 20 ล้านบาท แต่ไม่น้อยกว่า 300 ล้านบาท
4. ส่วนของผู้ถือ หุ้น	ไม่น้อยกว่า 300 ล้านบาท	ไม่น้อยกว่า 20 ล้านบาท
5. ผลการ ดำเนินงาน	ดำเนินงานต่อเนื่องไม่น้อยกว่า 3 ปี	ดำเนินงานต่อเนื่องไม่น้อยกว่า 2 ปี
	ภายใต้ผู้บริหารชุดเดียวกัน 1 ปี	ภายใต้ผู้บริหารชุดเดียวกัน 1 ปี
	กำไร 2-3 ปีล่าสุดมากกว่า 50 ล้านบาท กำไรปีล่าสุดมากกว่า 30 ล้านบาท	กำไรปีล่าสุดเป็นบวก
6. ผู้บริหารและผู้ มีอำนาจควบคุม	ตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด	
7. การกำกับดูแล และ ควบคุม ภายใน	ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน	
8. ระยะเวลาห้าม ขายหุ้น (Silent Period)	ผู้ถือหุ้นที่มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholders) ห้ามขาย หุ้นของตน 55% ของทุนชำระแล้วภายใน 1 ปี (ทยอยขายได้ 25% ของหุ้นที่ ห้ามขายเมื่อครบ 6 เดือน)	

ตารางที่ 4 คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

3) ขั้นตอนในการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียน

โดยทั่วไป บริษัทที่ต้องการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์จะต้องดำเนินการแปรสภาพให้เป็นบริษัทมหาชนจำกัดก่อน ตัวอย่างเช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดให้บริษัทที่ต้องการจดทะเบียนต้องแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจำกัดตามหลักเกณฑ์ของพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 โดยพระราชบัญญัตินี้ดังกล่าวเป็นเครื่องมือสำคัญที่จะ

คุ้มครองผลประโยชน์ของประชาชนผู้ถือหุ้นในการยื่นคำขอจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ บริษัทดังกล่าวอาจยื่นคำขอภายหลังจากได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และเสนอขายหุ้นต่อประชาชนแล้ว หรืออาจยื่นคำขอต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์พร้อมกันก็ได้ โดยตลาดหลักทรัพย์จะแจ้งผลการพิจารณาภายใน 30 วันนับแต่วันที่เอกสารครบถ้วน ทั้งนี้ในการยื่นคำขอต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์ บริษัทดังกล่าวจะต้องมีที่ปรึกษาทางการเงิน ซึ่งได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และมีความเป็นอิสระจากบริษัทผู้ยื่นคำขอร่วมจัดทำคำขอด้วย โดยสามารถสรุปเป็นขั้นตอนได้ดังนี้



ภาพที่ 1 ขั้นตอนในการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในประเทศไทย

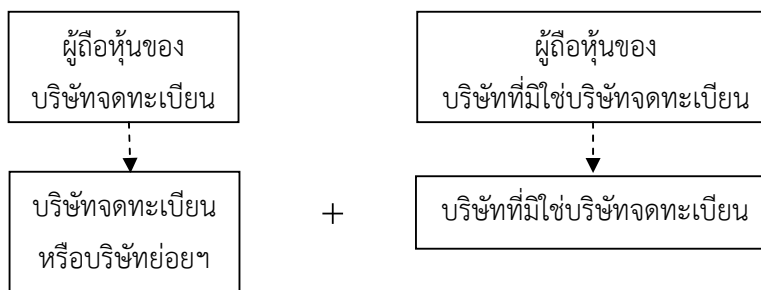
2.2.2 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นกรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาทำธุรกรรมการซื้อขายสินทรัพย์กับบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนอันส่งผลให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนนั้นสามารถเข้ามาสวมสิทธิความเป็นบริษัทจดทะเบียนได้ โดยที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนนั้นไม่ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ในการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนโดยตรง

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมถือเป็นรูปแบบหนึ่งของการควบรวมกิจการระหว่าง 2 บริษัท โดยบริษัทหนึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน และอีกบริษัทหนึ่งเป็นบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน เพียงแต่การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีลักษณะที่พิเศษ คือ บริษัทที่ได้มาซึ่งสินทรัพย์ของอีกบริษัทหนึ่งกลับสูญเสียอำนาจควบคุมให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่สูญเสียสินทรัพย์ ซึ่งการที่จะเข้าใจถึงรูปแบบการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้อย่างถ่องแท้ ก็ควรที่จะเข้าใจถึงรูปแบบการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่อาจแบ่งออกเป็น 3 รูปแบบใหญ่ๆ ดังนี้

1) บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนควบกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนจนเกิดเป็นบริษัทใหม่

ก่อนควบกิจการ



หลังควบกิจการ



ภาพที่ 2 การควบกิจการระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีไม่บริษัทจดทะเบียน

การควบกิจการระหว่างบริษัท 2 แห่งจนเกิดเป็นบริษัทใหม่เพียงบริษัทเดียว หากบริษัทหนึ่งมีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน แต่อีกบริษัทหนึ่งเป็นบริษัทที่มีไม่บริษัทจดทะเบียน ประเด็นที่ตลาดหลักทรัพย์ให้ความสำคัญ คือ บริษัทใหม่ที่เกิดขึ้นจะสามารถดำรงสถานะอยู่ในตลาดหลักทรัพย์เช่นเดียวกับบริษัทจดทะเบียนเดิมก่อนการควบได้หรือไม่ โดยตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าหากบริษัทใหม่ที่เกิดขึ้นมีคุณสมบัติตามเกณฑ์การขอให้พิจารณารับหลักทรัพย์ใหม่ ตลาดหลักทรัพย์ก็ยินยอมให้บริษัทใหม่สามารถดำรงสถานะอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ได้เช่นเดิม⁴

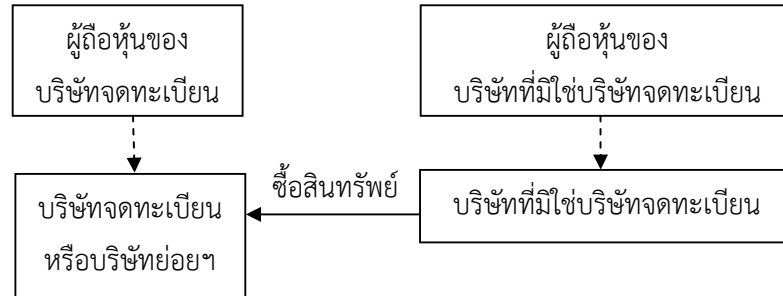
2) บริษัทที่มีไม่บริษัทจดทะเบียนเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน

กรณีที่บริษัทที่มีไม่บริษัทจดทะเบียนเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน การเข้าซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวอาจใช้เงินสดหรือหุ้นของบริษัทตนเองเป็นสิ่งตอบแทนการซื้อสินทรัพย์ก็ได้ ซึ่งจะส่งผลต่อโครงสร้างการถือหุ้นในบริษัทที่แตกต่างกันดังต่อไปนี้

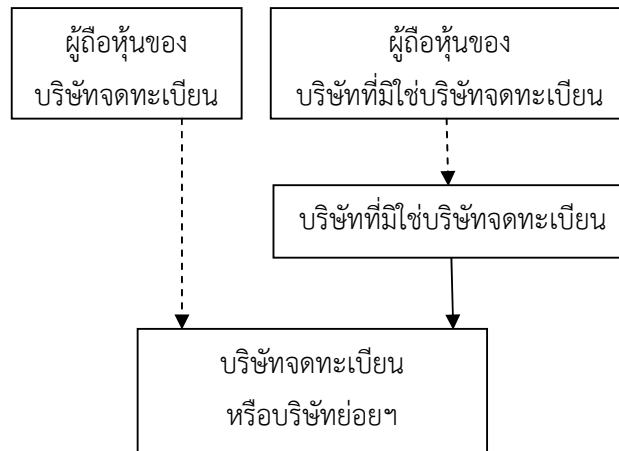
⁴ เป็นไปตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหลักทรัพย์ของบริษัทที่เกิดจากการควบบริษัทเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2542

2.1) บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนใช้เงินสดซื้อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน

ก่อนซื้อสินทรัพย์



หลังซื้อสินทรัพย์

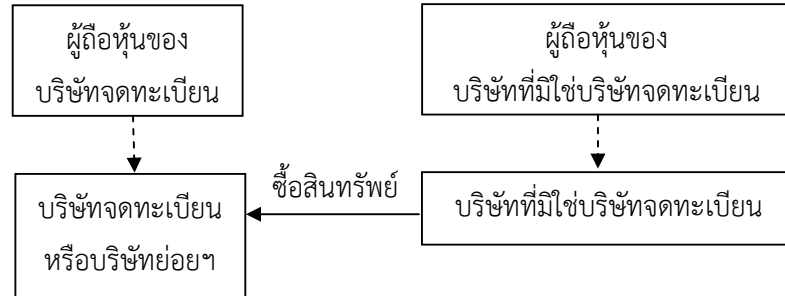


ภาพที่ 3 โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนใช้เงินสดซื้อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน

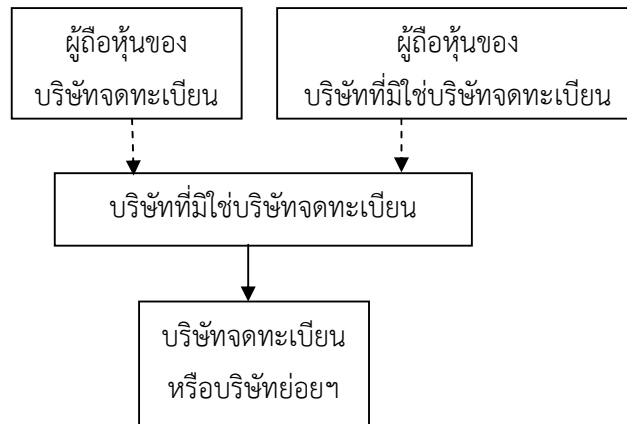
กรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนใช้เงินสดซื้อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน อาจทำได้โดยการใช้เงินสดของตนเองหรือใช้เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินมาซื้อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน หรือมาซื้อหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งการใช้เงินสดซื้อกิจการดังกล่าวจะส่งผลให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนกลายเป็นบริษัทผู้ถือหุ้น (Holding Company) ของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งในบางกรณีผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนอาจขายหุ้นส่วนใหญ่ให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนโดยไม่ได้ขายทั้งหมด ผู้ถือหุ้นเดิมดังกล่าวก็จะเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อยของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน

2.2) บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนใช้หุ้นซื้อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน

ก่อนซื้อสินทรัพย์



หลังซื้อสินทรัพย์



ภาพที่ 4 โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนใช้หุ้นซื้อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน

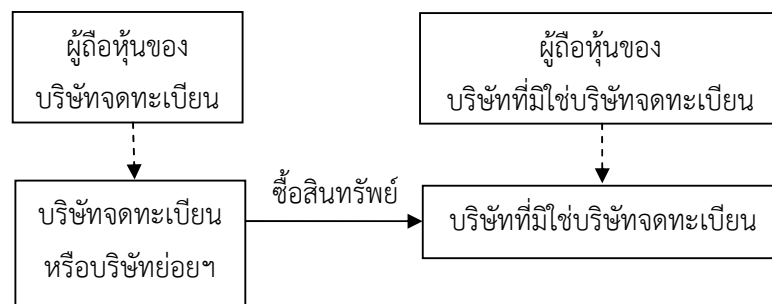
กรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนใช้หุ้นของตนเองซื้อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน อาจทำได้โดยการแลกหุ้นระหว่างผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนกับผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน หรือบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนออกหุ้นใหม่เพื่อแลกกับหุ้นเดิมของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งการแลกหุ้นดังกล่าวจะส่งผลให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนกลายเป็นบริษัทผู้ถือหุ้น (Holding Company) ของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน ในขณะที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนจะถูกถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนและผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน

3) บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

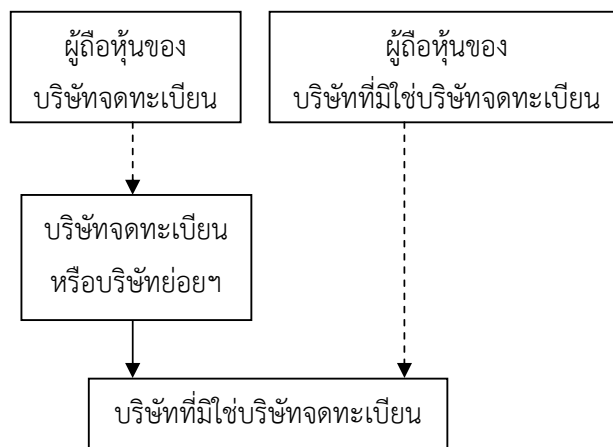
กรณีที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน การเข้าซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวอาจใช้เงินสดหรือหุ้นของบริษัทตนเองเป็นสิ่งที่ตอบแทนการซื้อสินทรัพย์ก็ได้ ซึ่งจะส่งผลต่อโครงสร้างการถือหุ้นในบริษัทที่แตกต่างกันดังต่อไปนี้

3.1) บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนใช้เงินสดซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

ก่อนซื้อสินทรัพย์



หลังซื้อสินทรัพย์



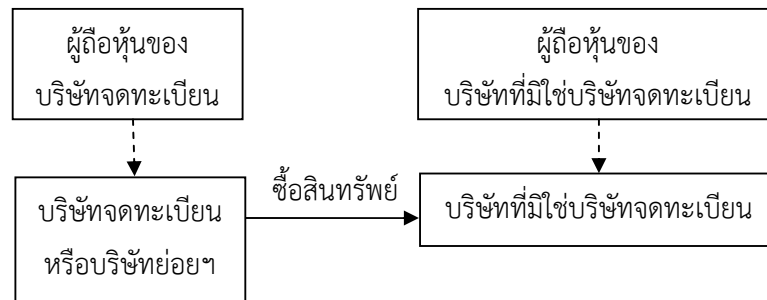
ภาพที่ 5 โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจากบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนใช้เงินสดซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

กรณีที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนใช้เงินสดซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน อาจทำได้โดยการใช้เงินสดของตนเองหรือใช้เงินกู้ยืมจากสถาบัน

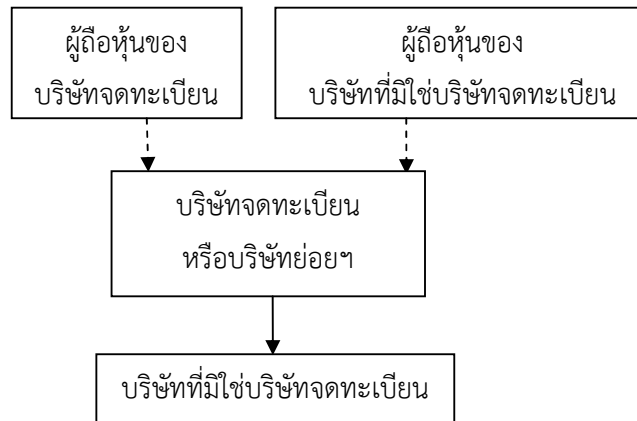
การเงินมาซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน หรือมาซื้อหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ซึ่งการใช้เงินสดซื้อกิจการดังกล่าวจะส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนกลายเป็นบริษัทผู้ถือหุ้น (Holding Company) ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ซึ่งในบางกรณีผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนอาจขายหุ้นส่วนใหญ่ให้บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนโดยไม่ได้ขายทั้งหมด ผู้ถือหุ้นเดิมดังกล่าวก็จะเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อยของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

3.2) บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนใช้หุ้นซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

ก่อนซื้อสินทรัพย์



หลังซื้อสินทรัพย์



ภาพที่ 6 โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจากบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนใช้หุ้นซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

กรณีที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนใช้หุ้นของตนเองซื้อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน อาจทำได้โดยการแลกหุ้นระหว่างผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนกับผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

ทะเบียน หรือบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนออกหุ้นใหม่เพื่อแลกกับหุ้นเดิมของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ซึ่งการแลกหุ้นดังกล่าวจะส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนกลายเป็นบริษัทผู้ถือหุ้น (Holding Company) ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ในขณะที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนจะถูกถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนและผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

2.3 รูปแบบการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

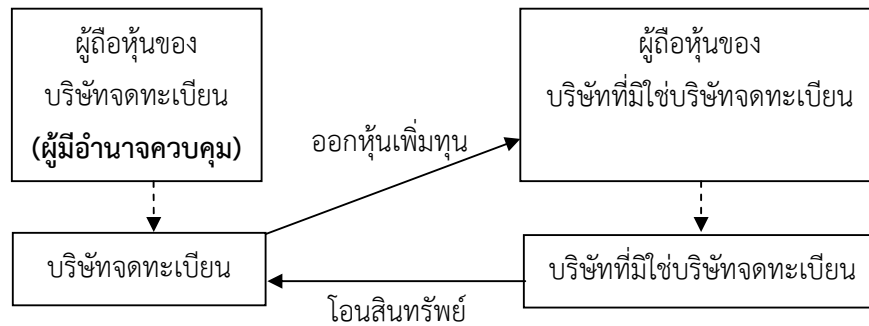
การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีลักษณะการทำธุรกรรมที่มีลักษณะเฉพาะ โดยบริษัทที่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมต้องทำข้อตกลงให้บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัทตนเอง โดยการเข้าซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวจะส่งผลให้เกิดการซื้อกิจการย้อนกลับ (Reverse Takeover) กล่าวคือ บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนแม้ว่าจะเป็นผู้ซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน แต่การซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวกลับทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถเข้ามามีอำนาจควบคุมเหนือบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนแทนผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทดังกล่าว และส่งผลให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำธุรกิจของตนเองเข้ามาแทนที่ธุรกิจเดิมของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนได้ ซึ่งภายหลังจากการทำรายการซื้อสินทรัพย์ดังกล่าว ก็จะส่งผลเสมือนกับว่าบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำธุรกิจของตนเองเข้ามาสวมสิทธิแทนที่บริษัทจดทะเบียนและสามารถใช้ประโยชน์ในฐานะบริษัทจดทะเบียนที่ตนเองสวมสิทธิในการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ได้ในอนาคต

การเข้าซื้อสินทรัพย์อันส่งผลให้เกิดการซื้อกิจการย้อนกลับสามารถทำได้โดยบริษัทจดทะเบียนออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อซื้อสินทรัพย์จากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน โดยสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมักมีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งทำให้บริษัทจดทะเบียนต้องออกหุ้นเพิ่มทุนในจำนวนที่มากกว่าหุ้นเดิมที่มีอยู่ทั้งหมดของบริษัทเพื่อนำไปแลกกับหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนครอบครองอยู่ ซึ่งการแลกหุ้นดังกล่าวทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาถือหุ้นส่วนใหญ่ของบริษัทจดทะเบียน ทำให้ธุรกรรมการซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวส่งผลให้อำนาจการควบคุมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ถูกโอนออกไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ส่งผลให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเสมือนกับได้เข้ามาจดทะเบียนในตลาดแทนบริษัทจดทะเบียนเดิมโดยไม่ต้องผ่านขั้นตอนการยื่นขออนุญาตเพื่อเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไป

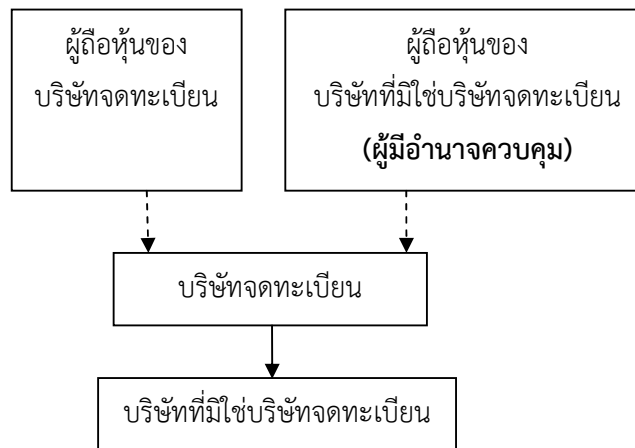
การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถกระทำผ่านบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนก็ได้ ภายใต้รูปแบบดังต่อไปนี้

2.3.1 บริษัทจดทะเบียนซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

ก่อนซื้อสินทรัพย์



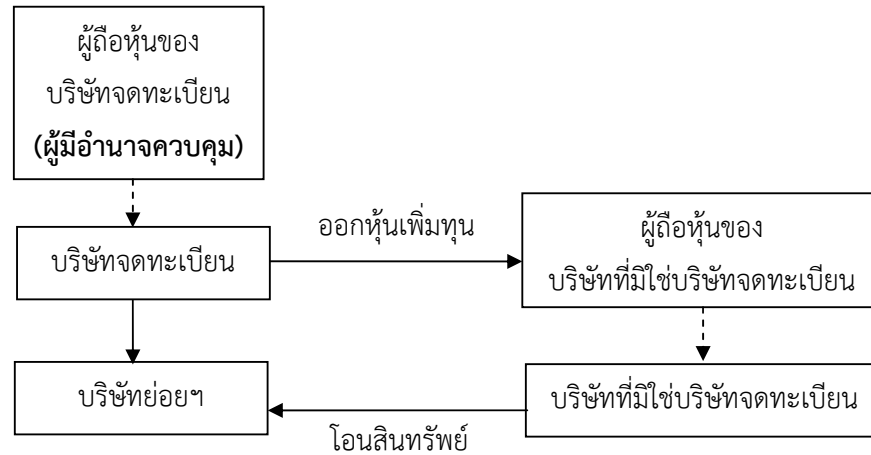
หลังซื้อสินทรัพย์



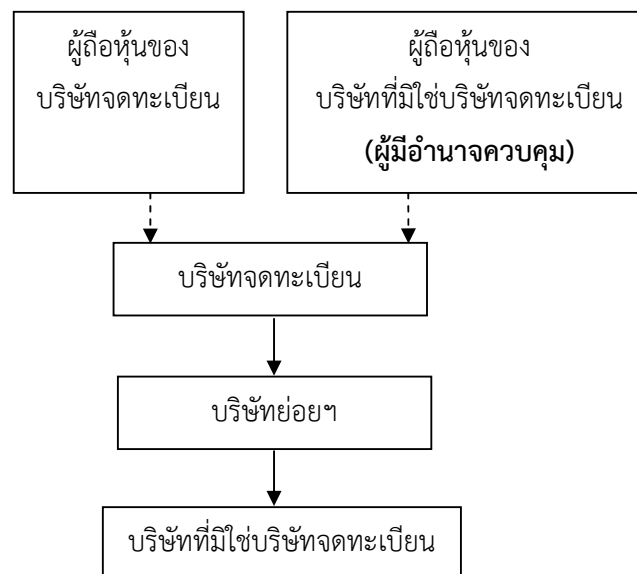
ภาพที่ 7 โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียน

2.3.2 บริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

ก่อนซื้อสินทรัพย์



หลังซื้อสินทรัพย์



ภาพที่ 8 โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน

การพิจารณาว่ากรณีใดบ้างที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนแล้วส่งผลให้เกิดการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมกับตลาดหลักทรัพย์ ประเด็นสำคัญที่ต้องพิจารณา คือ การเข้าซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวส่งผลให้เกิดการโอนอำนาจควบคุมจากผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนหรือไม่ ซึ่งหากเป็นกรณีที่บริษัทจดทะเบียนออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อแลกกับการโอนสินทรัพย์จากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนไปยังบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน ก็สามารถพิจารณาจากจำนวนหุ้นเพิ่มทุนที่ออกโดยบริษัทจดทะเบียนว่ามีจำนวนมากกว่าหุ้นเดิมที่บริษัทจดทะเบียนมีอยู่หรือไม่ หากว่าหุ้นเพิ่มทุนมีจำนวนมากกว่าก็แสดงว่าผู้ถือหุ้นใหม่ที่ได้หุ้นเพิ่มทุนดังกล่าวสามารถมีอำนาจควบคุมเหนือบริษัทจดทะเบียนภายหลังการเข้าซื้อสินทรัพย์ ซึ่งผู้ถือหุ้นใหม่ก็คือผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่ได้รับหุ้นเพิ่มทุนแลกกับการโอนสินทรัพย์ กรณีดังกล่าวก็ถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ดังนั้นในกรณีของการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน หากว่าสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนนั้นใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน การเข้าซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวจะส่งผลให้เกิดการโอนอำนาจควบคุมจากผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนอันถือเป็นการนำบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนนั้นเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

อย่างไรก็ตาม หากว่าบริษัทจดทะเบียนไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อแลกกับการโอนสินทรัพย์ แต่ใช้เงินสดเข้าซื้อสินทรัพย์แทน โดยเงินสดดังกล่าวอาจเป็นเงินสดที่มาจากกำไรสะสมในการดำเนินงานของบริษัทหรือได้มาจากการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเพื่อนำเงินดังกล่าวมาใช้ซื้อกิจการที่มีขนาดใหญ่กว่าในลักษณะของการเข้าซื้อกิจการโดยการก่อหนี้ (Leveraged Buy-out)* การนำขนาดของสินทรัพย์ที่ซื้อมาพิจารณาว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ทางอ้อมย่อมไม่สามารถทำได้ เนื่องจากแม้ว่าขนาดสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนจะใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน แต่การเข้าซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวไม่ทำให้เกิดการโอนอำนาจควบคุมจากผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน เนื่องจากผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนได้รับเงินสดเพื่อตอบแทนการโอนสินทรัพย์แต่ไม่ได้รับหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียน ดังนั้นอำนาจควบคุมจึงยังคงอยู่ที่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียน โดยที่บริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่ต้องชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้ที่เป็นสถาบันการเงิน ซึ่งในบางกรณีบริษัทจดทะเบียนอาจออกหุ้นเพิ่มทุนบางส่วนเพื่อเป็นหลักประกันหนี้เงินกู้ยืมดังกล่าว แต่ก็ไม่ได้ส่งผลให้เจ้าหนี้เข้ามามีอำนาจควบคุมเหนือบริษัทจดทะเบียนแต่อย่างใด

* เป็นการเข้าซื้อกิจการโดยผู้ซื้ออาศัยแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเงิน ซึ่งผู้ซื้อคาดหวังว่ากิจการที่ซื้อมานั้นสามารถสร้างรายได้พอที่จะจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยที่กู้ยืมมาซื้อได้

2.4 เปรียบเทียบข้อดีและข้อเสียของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงและโดยอ้อม⁵

2.4.1 ข้อดีและข้อเสียของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง

การระดมทุนด้วยการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงมีทั้งข้อดีและข้อเสียดังนี้

ข้อดี

- (1) บริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงได้รับเงินจากการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรก
- (2) การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงด้วยการออกหลักทรัพย์ผ่านผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) หากเป็นกรณีที่ผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์รับประกันว่าจะจำหน่ายหลักทรัพย์ให้หมดตามราคาขั้นต่ำของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน (Firm underwriting) ย่อมทำให้บริษัทดังกล่าวมั่นใจว่าจะได้รับเงินจากการระดมทุนครบทั้งจำนวน
- (3) การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงมีภาพลักษณ์ที่ดีในสายตานักลงทุน เนื่องจากมีการตรวจสอบคำขอจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงได้รับการบริหารจัดการจากผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ซึ่งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินมืออาชีพ ทำให้ราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในระยะยาวมีแนวโน้มที่ดีกว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

ข้อเสีย

- (1) การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงมีต้นทุนทางธุรกรรมปกติมากกว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยเฉพาะการเสียต้นทุนค่าธรรมเนียมที่จ่ายให้ผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ซึ่งต้นทุนดังกล่าวขึ้นอยู่กับข้อตกลงระหว่างคู่สัญญา โดยในประเทศสหรัฐอเมริกาอาจสูงถึง 18% ของมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

⁵ Siddoway, D., "Uses and abuses of 'Reverse Merger' transactions in the U.S.", *Northwest Securities Institute Journal* (February, 2003): 6.3.1-6.3.2.

- (2) การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงมีขั้นตอนที่ยุ่งยากและใช้ระยะเวลา นานกว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม
- (3) การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงมีความอ่อนไหวต่อสภาพตลาด หากว่าตลาดอยู่ในภาวะที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องหรืออยู่ในภาวะที่ ตลาดหุ้นซบเซา (Bear Market) ประชาชนอาจไม่ต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ ทำให้การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจะไม่ได้ราคาที่เหมาะสม

2.4.2 ข้อดีและข้อเสียของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

การระดมทุนด้วยการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีทั้งข้อดีและข้อเสียดังนี้

ข้อดี

- (1) การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีต้นทุนทางธุรกรรมปกติ น้อยกว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง โดยการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไม่ต้องเสียค่าธรรมเนียมที่จ่ายให้ผู้รับประกันการ จำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter)
- (2) การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีความรวดเร็วและมีความ ยุ่งยากทางธุรกรรมน้อยกว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง เนื่องจากการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีขั้นตอนที่สำคัญเพียง การยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์และการจัดประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อลงมติพิเศษในการเข้าทำรายการซื้อสินทรัพย์ซึ่งไม่มีขั้นตอนที่ยุ่งยาก และไม่ใช้เวลานาน ในขณะที่การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง นั้นต้องเริ่มต้นตั้งแต่บริษัทจำกัดแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจำกัด หลังจากนั้น ต้องยื่นคำขอเสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรกเพื่อให้สำนักงานคณะกรรมการ กากับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) พิจารณา และยื่นคำขอให้รับ หลักทรัพย์จดทะเบียนเพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์พิจารณา ภายหลังจากได้รับ อนุมัติแล้วจึงทำสัญญากับผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) เพื่อดำเนินการออกหลักทรัพย์เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกซึ่งใช้เวลาโดยรวม ค่อนข้างนานจนกว่าจะได้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
- (3) การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไม่อ่อนไหวต่อสภาพตลาด โดย สามารถทำได้แม้ว่าตลาดอยู่ในภาวะที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องหรือ อยู่ในภาวะที่ตลาดหุ้นซบเซา (Bear Market) เนื่องจากการเข้าจดทะเบียนกับ

ตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไม่ต้องออกหลักทรัพย์เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ซึ่งในภาวะตลาดหุ้นซบเซานั้นประชาชนอาจไม่ต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ แต่ต้องการลงทุนในตราสารหรือสินทรัพย์อื่น เช่น ทองคำ น้ำมัน เป็นต้น ซึ่งในภาวะดังกล่าวการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนอาจจะไม่ได้ราคาที่เหมาะสม

- (4) การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียนที่ประสบปัญหาทางการเงินสามารถใช้ประโยชน์ทางภาษีได้ โดยบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนอาจมีกำไรจำนวนมากในปีที่เข้าทำรายการซื้อขายสินทรัพย์ แต่หลังจากทำรายการแล้ว บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำผลขาดทุนที่เกิดขึ้นในปีเดียวกันของบริษัทจดทะเบียนที่ประสบปัญหาทางการเงินมาหักลบออกจากกำไรที่เกิดขึ้นได้ เนื่องจากภายหลังการทำรายการ บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนจะมีสถานะเป็นบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน ทำให้บริษัทจดทะเบียนสามารถยื่นงบการเงินรวมโดยนำเอาผลขาดทุนและกำไรที่เกิดขึ้นในปีเดียวกันของทั้งบริษัทจดทะเบียนและบริษัทย่อยมารวมกันเพื่อเป็นฐานในการเสียภาษีนิติบุคคลได้

ข้อเสีย

- (1) บริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไม่ได้รับเงินจากการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรก
- (2) กรณีที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียนที่ประสบปัญหาทางการเงินหรือบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟืนฟูกิจการ อาจทำให้มีต้นทุนอื่นๆ เกิดขึ้นนอกจากต้นทุนปกติทางธุรกรรม เช่น ต้นทุนในการชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้ของบริษัทจดทะเบียน
- (3) การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ทำให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมีความเสี่ยงที่จะเข้าทำรายการโดยไม่รู้ถึงหนี้สินอื่นที่ตรวจสอบไม่เจอหรือคดีความที่ฟ้องร้องกันอยู่ของบริษัทจดทะเบียน
- (4) บริษัทที่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมต้องผ่านเกณฑ์คุณสมบัติของการยื่นขอรับหลักทรัพย์ใหม่เช่นเดียวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ทำให้บริษัทที่มีคุณสมบัติครบถ้วนอาจเลือกที่จะเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงมากกว่า เนื่องจากสามารถระดมเงินทุนได้จากการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรก
- (5) ปัจจุบันการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีภาพลักษณ์ที่ไม่ดีในสายตานักลงทุน เนื่องจากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถใช้การเข้าจด

ทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นเครื่องมือในการสร้างราคาหุ้นเพื่อทำกำไรให้ตนเองได้ ด้วยการใช้ความคาดหวังของนักลงทุนสร้างราคาหุ้นให้สูงขึ้น ก่อนที่จะราคาหุ้นลดลงตามผลประกอบการจริงของบริษัท (Pump & Dump Schemes) ซึ่งโดยทั่วไปแล้ว การซื้อขายสินทรัพย์ระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนนั้นมักจะสร้างความคาดหวังให้นักลงทุนว่าบริษัทจดทะเบียนกำลังจะมีสินทรัพย์ใหม่ที่สร้างกำไรเพิ่มขึ้นให้แก่ธุรกิจ โดยเฉพาะธุรกรรมการซื้อขายสินทรัพย์อันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยอ้อมจะสร้างความคาดหวังอย่างมาก เนื่องจากธุรกรรมดังกล่าวมักจะนำมาซึ่งการเปลี่ยนแปลงประเภทธุรกิจในอนาคต ทำให้ราคาหุ้นจะเริ่มปรับตัวสูงขึ้น ตั้งแต่เริ่มมีข่าวเกี่ยวกับการทำธุรกรรม โดยผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหม่ของบริษัทจดทะเบียนสามารถใช้โอกาสนี้ในการทำกำไรโดยการขายหุ้นในส่วนที่ไม่มีข้อจำกัดการห้ามขาย (Silent Period) ออกไปทันทีภายหลังจากการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม หลังจากนั้นหากผู้ถือหุ้นรายใหม่ของบริษัทจดทะเบียนไม่สามารถสร้างผลการดำเนินงานได้ตามความคาดหวังของนักลงทุน ราคาหุ้นของบริษัทก็จะลดลง และส่งผลให้นักลงทุนรายย่อยที่เข้ามาซื้อภายหลังต้องขาดทุนจากมูลค่าหุ้นที่ลดลง

2.5 มูลเหตุจูงใจในการเข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

มูลเหตุจูงใจในการเข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม อาจแบ่งพิจารณาได้ในมุมมองของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม และในมุมมองของบริษัทจดทะเบียนที่ยินยอมเข้าทำรายการเพื่อให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาสวมสิทธิในฐานะบริษัทจดทะเบียนแทนตนเอง ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

2.5.1 ความต้องการเข้าระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

ความต้องการเข้าระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนอาจเกิดขึ้นจากความต้องการเข้าระดมทุนเพื่อประโยชน์ของกิจการในระยะยาวซึ่งเป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องกับกิจการทั้งหมด หรือเกิดขึ้นจากความต้องการเข้าระดมทุนเพื่อหากำไรจากการสร้างราคาหุ้นในระยะสั้นซึ่งเป็นไปเพื่อประโยชน์ส่วนตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

2.5.1.1 การเข้าระดมทุนเพื่อประโยชน์ของกิจการ

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของประชาชนเพื่อนำมาใช้ประโยชน์ในกิจการได้หลายประการ เช่น นำเงินทุนมาเสริมสภาพคล่องและสร้างโอกาสในการขยายกิจการ ลดความเสี่ยงจากการใช้เงินกู้ยืมในการดำเนินกิจการ นอกจากนี้ยังมีประโยชน์ด้านอื่นๆ ต่อบริษัทที่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมอีก ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้⁶

1) สามารถใช้ตลาดหลักทรัพย์เป็นแหล่งเงินทุนระยะยาว

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แม้ว่าจะไม่ได้รับเงินจากการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรกเช่นเดียวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง แต่ภายหลังจากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถสวมสิทธิแทนบริษัทจดทะเบียนเดิมแล้ว ก็สามารถระดมทุนด้วยการออกหุ้นเพิ่มทุนได้ในโอกาสต่อไป ทำให้บริษัทสามารถเข้าถึงเงินทุนจากประชาชนโดยทั่วไปได้โดยตรง ซึ่งบริษัทสามารถนำเงินดังกล่าวไปใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนเพื่อเสริมสภาพคล่องของธุรกิจ หรือนำไปใช้ขยายธุรกิจของบริษัทได้โดยไม่มีภาระที่ต้องชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยตามงวดเวลาที่กำหนดเหมือนการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน ทำให้บริษัทมีความยืดหยุ่นในการบริหารเงินมากขึ้น

2) เพิ่มช่องทางระดมทุนเพื่อช่วยในการบริหารเงินอย่างมีประสิทธิภาพ

บริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแล้ว มีทางเลือกในการระดมทุนเพิ่มเติมด้วยการออกตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ ได้อย่างหลากหลาย ทั้งตราสารหนี้ เช่น หุ้นกู้ ตราสารทุน เช่น หุ้นสามัญ และตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน เช่น หุ้นกู้แปลงสภาพ เป็นต้น ช่วยให้บริษัทสามารถจัดโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมต่อการดำเนินธุรกิจของบริษัทได้ เป็นการเพิ่มทางเลือกและสร้างความแข็งแกร่งด้านการเงิน และการบริหารจัดการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด

3) เสริมสร้างชื่อเสียงและภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่บริษัท

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ไม่ว่าโดยตรงหรือโดยอ้อม จะช่วยเสริมสร้างความน่าเชื่อถือและภาพลักษณ์ที่ดีในการบริหารงานและมาตรฐานการดำเนินงานของบริษัทมากขึ้น ผ่านกลไกการเปิดเผยข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งนอกจากจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้ผู้สนใจลงทุน

⁶ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ประโยชน์ในการเข้าจดทะเบียน [ออนไลน์], 2553. แหล่งที่มา www.set.or.th/th/products/listing/info_p1.html

ในหลักทรัพย์ของบริษัทมากขึ้นแล้ว ยังช่วยสร้างความเชื่อถือแก่ลูกค้า คู่ค้า และสถาบันการเงิน นอกจากนี้ยังเป็นการเพิ่มโอกาสทางการค้า การเข้าถึงพันธมิตร และการต่อยอดธุรกิจในอนาคต

4) สร้างความภักดีและผลตอบแทนที่ดีให้แก่พนักงาน

พนักงานของบริษัทถือว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างยิ่งต่อการดำเนินธุรกิจให้ประสบความสำเร็จ การให้พนักงานมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของ จะช่วยสร้างความภักดีและความภูมิใจให้แก่พนักงาน ทำให้ทุ่มเทความสามารถอย่างเต็มที่ในการสร้างความก้าวหน้าให้แก่บริษัท การเป็นบริษัทจดทะเบียนและจัดให้มีโครงการเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่กรรมการหรือพนักงานของบริษัทก็สามารถเปิดโอกาสให้พนักงานมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของบริษัทได้

5) สร้างความรับผิดชอบและการบริหารงานแบบมืออาชีพ

การที่บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูล ข่าวสาร และความเคลื่อนไหวต่างๆ ผ่านช่องทางและระบบการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารของตลาดหลักทรัพย์ ทำให้บริษัทเป็นที่รู้จักของผู้ลงทุนมากขึ้น ช่วยสร้างความสนใจของผู้ลงทุนในบริษัทมากขึ้น และกระตุ้นให้ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนมีการบริหารงานแบบมืออาชีพ เนื่องจากมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นในวงกว้าง

6) การดำรงอยู่ของธุรกิจในระยะยาว

การเป็นบริษัทจดทะเบียนจะช่วยให้บริษัทที่มีการบริหารงานแบบธุรกิจครอบครัวก้าวเข้าสู่การบริหารงานแบบมืออาชีพมากขึ้น มีผู้บริหารงานที่เป็นมืออาชีพเข้ามาช่วยบริหารกิจการและเปิดโอกาสให้สมาชิกในครอบครัวของเจ้าของกิจการที่มีเป้าหมายในการดำเนินชีวิตหรือมีความถนัดที่แตกต่างกันไป สามารถเลือกประกอบอาชีพที่ต้องการโดยยังคงมีฐานะเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทและได้รับผลตอบแทนจากการถือหุ้นอยู่เช่นเดิม ขณะที่ธุรกิจที่สร้างมาตั้งแต่ครอบครัวรุ่นแรกยังมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องในระยะยาว

2.5.1.2 การเข้าระดมทุนเพื่อหากำไรจากการสร้างราคาหุ้น

การเข้าระดมทุนเพื่อหากำไรจากการสร้างราคาหุ้นในระยะสั้นนั้น เกิดจากแรงจูงใจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่ต้องการแสวงหากำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้นหลังจากการเข้าทำรายการ ซึ่งส่วนต่างของราคาหุ้นอาจเกิดขึ้นได้จากหลายสาเหตุ เช่น เกิดจากความคาดหวังของนักลงทุนที่มีต่อบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมที่ทำให้เกิดความต้องการในหุ้นดังกล่าวมากจนส่งผลให้ราคาหุ้นสูงขึ้น หรือการจงใจสร้างสถานการณ์ให้ราคาหุ้นสูงขึ้นโดยบุคคลที่มีส่วนได้เสียในหุ้นของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งการสร้างสถานการณ์ดังกล่าวมักเป็นสิ่งที่ผิดกฎหมาย เช่น การปั่นราคา

หุ้นให้สูงขึ้นโดยการเปิดบัญชีออมสิน (Nominee accounts) หลายๆ บัญชี แล้วซื้อขายหุ้นดังกล่าวไปมาจนราคาหุ้นสูงขึ้นและเป็นที่ล่อใจของนักลงทุนรายย่อยที่ต้องการเข้ามาซื้อหุ้นดังกล่าวโดยหวังว่าจะได้กำไร หรือการปล่อยข่าวลือที่ส่งผลให้นักลงทุนเกิดความคาดหวังและเข้าไปซื้อหุ้นดังกล่าวจนทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น

การหากำไรจากการสร้างราคาหุ้นนั้นส่งผลโดยตรงต่อภาพลักษณ์ของบริษัทที่เลือกใช้วิธีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยมักจะถูกนักลงทุนมองว่าเป็นบริษัทที่ไม่มีคุณภาพเพียงพอที่จะเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง จึงเลือกใช้วิธีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแทน แม้ว่าแท้จริงแล้วการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ทั้งโดยตรงและโดยอ้อมก็ต้องถูกตรวจสอบคุณสมบัติว่าเพียงพอที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือไม่ ซึ่งในหลายประเทศใช้มาตรฐานเดียวกันในการตรวจสอบการเข้าจดทะเบียนทางตรงและทางอ้อม เพียงแต่นักลงทุนมักจะมองว่าแรงจูงใจในการทำกำไรจากส่วนต่างราคาหุ้นได้อย่างรวดเร็ว เป็นสิ่งดึงดูดให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมในบริษัทนอกตลาดต้องการเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมด้วยการควบรวมกิจการกับบริษัทจดทะเบียนที่มีอยู่แล้ว

2.5.2 ความจำเป็นในการควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียน

ความจำเป็นในการควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียนอาจแบ่งพิจารณาได้ในแง่ของทฤษฎีว่าด้วยมูลเหตุจูงใจของการควบรวมกิจการ และในแง่ของมูลเหตุจูงใจของการควบรวมกิจการ ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

2.5.2.1 ทฤษฎีว่าด้วยมูลเหตุจูงใจของการควบรวมกิจการ

อาณัติ ลีมีคเคซ⁷ ได้จำแนกทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์จุลภาคที่อธิบายแรงจูงใจในการครอบงำกิจการในมุมมองของผู้เข้าครอบงำกิจการไว้เป็น 2 กลุ่มใหญ่ๆ ได้แก่

1) ทฤษฎีเกี่ยวกับการสร้างพลังผนึก (Synergy)

ได้แก่ ทฤษฎีว่าด้วยการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency theories) ทฤษฎีข้อมูลและการส่งสัญญาณ (Information and signaling)

⁷ อัญญา ชันฉวีทรัพย์, การควบรวมกิจการและการครอบงำกิจการ (กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540). หน้า 95-97.

ทฤษฎีในกลุ่มนี้เสนอว่า ผู้เข้าครอบงำกิจการมองเห็นโอกาสในการรวมกิจการเพื่อใช้ทรัพยากรของทั้งสองบริษัทให้มีประสิทธิภาพมากที่สุด การครอบงำกิจการเป็นกลไกควบคุมและกระตุ้นให้ผู้บริหารดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ และทำให้ระบบเศรษฐกิจรวมเกิดประโยชน์สูงสุด

2) ทฤษฎีเกี่ยวกับปัญหาของตัวแทน (Agency problem)

ได้แก่ ทฤษฎีว่าด้วยปัญหาของการที่ผู้บริหารไม่ได้เป็นเจ้าของกิจการ (Agency problem and managerialism) สมมติฐานการจ่ายเงินส่วนเกินคืนแก่เจ้าของกิจการ (Free cash flow hypothesis) การรวมตัวเพื่อต่อรองด้านการค้า (Market power) ปัจจัยด้านภาษี (Tax consideration) และกลไกการโยกย้ายความมั่งคั่งโดยอ้อม (Redistribution of wealth)

ผู้บริหารของบริษัทที่เข้าครอบงำกิจการซึ่งไม่ได้เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทอาจมีแรงจูงใจในการครอบงำบริษัทเป้าหมายเพื่อประโยชน์ของตนเอง เช่น การครอบงำเพื่อสร้างขนาดของกิจการให้ใหญ่ขึ้น โดยคำนึงถึงผลตอบแทนของตนเองและสถานะทางสังคม บางครั้งผู้บริหารอาจเลือกเข้าครอบงำในบริษัทที่จำเป็นต้องอาศัยความสามารถพิเศษของผู้บริหาร เพื่อให้ฐานะการจ้างงานมั่นคงขึ้น นอกจากนี้ผู้บริหารอาจใช้การครอบงำกิจการอื่นเพื่อป้องกันตัวเองไม่ให้ตกเป็นเป้าหมายการครอบงำได้เช่นกัน เนื่องจากเมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้น จะทำให้การครอบงำโดยนักลงทุนกลุ่มอื่นเป็นไปได้ยากขึ้น

ความแตกต่างของแรงจูงใจตามทฤษฎีเกี่ยวกับปัญหาของตัวแทนและทฤษฎีเกี่ยวกับการสร้างพลังฉันท คือ การครอบงำตามแรงจูงใจในทฤษฎีเกี่ยวกับปัญหาของตัวแทนจะทำให้ระบบเศรษฐกิจมีประสิทธิภาพลดลง แม้ว่าการสร้างอำนาจต่อรองด้านการค้า ปัจจัยด้านภาษี และการโยกย้ายความมั่งคั่ง จะเป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทผู้ทำธุรกรรม แต่ก็เป็นการดึงผลประโยชน์มาจากผู้บริโภครัฐบาล ลูกจ้าง และ/หรือ เจ้าหนี้ ซึ่งไม่ได้ทำให้ระบบเศรษฐกิจรวมดีขึ้น แต่อาจกลับลดลง เนื่องจากต้นทุนที่ใช้ไปในการรวมกิจการ เช่น ค่าที่ปรึกษาต่างๆ โดยไม่ก่อให้เกิดผลดีต่อระบบเศรษฐกิจ นอกจากนี้หากผู้บริหารมองแต่ผลประโยชน์ของตนในการครอบงำกิจการและประเมินมูลค่าของบริษัทเป้าหมายสูงเกินความจริงแล้ว ผู้ถือหุ้นบริษัทที่เข้าครอบงำกิจการอาจเสียผลประโยชน์ด้วย โดยผู้ที่ได้ประโยชน์จากการครอบงำกิจการอาจเหลือเพียงผู้ถือหุ้นบริษัทเป้าหมายและผู้บริหารของบริษัทที่เข้าครอบงำเท่านั้น

2.5.2.2 มูลเหตุจูงใจของการควบรวมกิจการ

โดยทั่วไปแล้ว การควบรวมกิจการอาจเกิดขึ้นด้วยมูลเหตุจูงใจได้หลายประการ โดย กิตติพงศ์ อรุณพัฒน์พงศ์⁸ ได้สรุปมูลเหตุจูงใจของการควบรวมกิจการไว้ดังต่อไปนี้

1) การสร้างกำลังผนึกของกิจการ

แรงจูงใจข้อนี้เน้นถึงการเพิ่มมูลค่าของกิจการหลังจากการควบรวมแล้ว ถ้าบริษัทที่เกิดจากการควบรวมกิจการมีมูลค่ารวมมากกว่าบริษัทเดิมก่อนการควบรวมกิจการ ถือว่าเกิดการเพิ่มมูลค่า ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทเดิมโดยรวม ผลของการเพิ่มมูลค่าของกิจการนำไปสู่ประโยชน์หลายประการด้วยกัน ได้แก่

1.1) ประโยชน์ในการดำเนินงานและการเงิน

ทำให้บริษัทใหม่สามารถลดความซับซ้อนในการดำเนินงานซึ่งนำไปสู่การประหยัดต่อขนาด (Economy of scale) ในด้านต่างๆ เช่น การจัดการ การตลาด การผลิตหรือการบริการ และช่องทางการจัดจำหน่าย หรือช่องทางการให้บริการ

1.2) ประโยชน์ด้านการบริหารจัดการ

บริษัทใหม่ภายหลังการควบรวมจะได้ประโยชน์จากการประหยัดค่าใช้จ่ายในการบริหาร โดยกลุ่มผู้บริหารชุดเดียวกันต่างคนต่างมีหน้าที่ที่ไม่ซ้ำซ้อนกัน

1.3) การใช้ทรัพยากรมีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น

บริษัทใหม่ที่ดำเนินการเป็นอิสระก่อนการควบรวมกิจการอาจมีการใช้ทรัพยากรอย่างไม่มีประสิทธิภาพ หลังจากควบรวมกิจการแล้วการใช้ทรัพยากรต่างๆ ของบริษัทร่วมกันก็จะมีประสิทธิภาพสูงขึ้น

1.4) การเพิ่มอำนาจด้านการตลาด

จำนวนบริษัทที่อยู่ในธุรกิจเดียวกัน ภายหลังการควบรวมกิจการมีจำนวนน้อยลง ทำให้การแข่งขันลดน้อยลง และบริษัทที่เกิดจากการควบรวมกิจการมีขนาดใหญ่ขึ้น ทำให้มีอำนาจการต่อรองเพิ่มขึ้นทั้งในด้านของผู้ซื้อและผู้ขายวัตถุดิบ

⁸ กิตติพงศ์ อรุณพัฒน์พงศ์, การควบรวมกิจการ โอกาสของธุรกิจไทย (กรุงเทพมหานคร: บริษัท เจเอสที พับลิชชิ่ง จำกัด, 2549). หน้า 8-11.

2) การควบรวมกิจการบริษัท มีความสะดวกรวดเร็วกว่าการขยายกิจการภายในของบริษัทเอง

เนื่องจากบริษัทสามารถเข้าไปถือหุ้นหรือถือกรรมสิทธิ์เหนือทรัพย์สินของบริษัทอื่น เช่น โรงงาน เครื่องจักรและอุปกรณ์ ตลอดจนการใช้สิทธิตามใบอนุญาตต่างๆ ในนามของบริษัทอื่นได้ในทันที ภายหลังจากการควบรวมกิจการบริษัทสำเร็จลง รวมทั้งสามารถใช้สิทธิในทรัพย์สินทางปัญญา เช่น สิทธิบัตร ลิขสิทธิ์ เครื่องหมายการค้า เป็นต้น โดยไม่ต้องเสียเวลาและค่าใช้จ่ายในการสร้างสรรค์ขึ้นใหม่

3) การควบรวมกิจการบริษัท มีผลทำให้บริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้น เป็นผลดีในด้านการระดมเงินทุน

กิจการที่มีขนาดใหญ่ ย่อมมีเครดิตในการกู้ยืมเงินสูง เนื่องจากมีหลักทรัพย์ค้ำประกันมากขึ้น มีเงินทุนหมุนเวียนจำนวนมาก ก่อให้เกิดความคล่องตัวในการประกอบธุรกิจ และเพิ่มความสามารถในการแข่งขันกับคู่แข่งได้

4) การควบรวมกิจการจะเป็นการแก้ไขปัญหาของธุรกิจของแต่ละประเภท

การควบรวมกิจการอาจเกิดขึ้นเพื่อแก้ไขปัญหาด้านธุรกิจของกิจการแต่ละประเภท ซึ่งปัญหาหลักที่กิจการส่วนใหญ่มักประสบอยู่ เช่น ปัญหาจากการขาดทุน ปัญหาจากการขาดสภาพคล่องในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งการควบรวมกิจการสามารถนำมาแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้ เช่น การควบรวมกิจการเพื่อการปรับโครงสร้างหนี้ หรือการปรับโครงสร้างกิจการ

5) การควบรวมกิจการบริษัท ทำให้บริษัทมีกิจการที่หลากหลายมากขึ้น

นับเป็นการกระจายความเสี่ยงที่ดี กล่าวคือ ถ้ากิจการด้านใดประสบความล้มเหลว ก็ยังมีกิจกรรมด้านอื่นที่คอยค้ำจุนให้กิจการดำรงอยู่ได้ ทำให้บริษัทมีความมั่นคงมากยิ่งขึ้น

6) การควบรวมกิจการบริษัท ทำให้บริษัทสามารถรวบรวมบุคลากรที่มีความรู้ความสามารถ และคัดเลือกตัวผู้ชำนาญงานในด้านต่างๆ มาอยู่ร่วมกัน

เพราะบริษัทสามารถให้ผลประโยชน์ตอบแทนที่ดีกว่า และมีผลเป็นการกระตุ้นให้พนักงานเกิดขวัญและกำลังใจในการทำงาน ทำให้กิจการเจริญก้าวหน้า โดยเฉพาะอย่างยิ่งทำให้บริษัทมีโอกาสมากขึ้นในการคัดเลือกผู้บริหารงานที่มีประสบการณ์เข้ามาปฏิบัติงานให้มีประสิทธิภาพดียิ่งขึ้น

7) การควบรวมกิจการอาจเกิดจากความเปลี่ยนแปลงทางกฎหมายและนโยบาย

กรณีเช่น การที่รัฐบาลเปิดโอกาสให้ธนาคารต่างประเทศถือหุ้นข้างมากในสถาบันการเงินเมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 นอกจากนี้นโยบายของรัฐบาลที่ต้องการควบรวมบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทยกับสถาบันการเงินอื่นก็มีส่วนให้เกิดการควบรวมกิจการด้วย

8) ผลประโยชน์ในด้านภาษี

เช่น บริษัทที่มีกำไรสูงทำให้ต้องเสียภาษีในอัตราที่สูง อาจจะไปควบรวมกิจการกับบริษัทที่มีผลขาดทุนสะสม ส่งผลให้บริษัทที่กำไรสูงได้ประโยชน์จากภาษี โดยผลขาดทุนนั้นสามารถนำมาเรียกคืนภาษีได้ทันที

9) การควบรวมกิจการถือเสมือนเป็นการหาพันธมิตรทางธุรกิจ

เพื่อส่งเสริมและเกื้อหนุนกันในด้านต่างๆ ที่อีกบริษัทหนึ่งขาดความชำนาญหรือขาดเครื่องมือที่ทันสมัย

2.5.2.3 ความจำเป็นในการควบรวมกิจการเพื่อความอยู่รอดของบริษัทจดทะเบียน

จากมูลเหตุของการควบรวมกิจการที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นว่ามูลเหตุสำคัญที่อาจเป็นแรงจูงใจในการควบรวมกิจการเพื่อความอยู่รอดของบริษัทจดทะเบียน คือ การควบรวมกิจการเพื่อการปรับโครงสร้างหนี้ หรือการปรับโครงสร้างกิจการ ซึ่งเป็นมูลเหตุจูงใจเพื่อการอยู่รอดทางธุรกิจ โดยมีความเป็นไปได้ว่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนจะเกิดปัญหาจนนำไปสู่ผลประกอบการที่ขาดทุน ซึ่งบริษัทจดทะเบียนก็ต้องการควบรวมกิจการเพื่อให้ได้มาซึ่งสินทรัพย์อื่นในการสร้างกำไรเพื่อแก้ไขผลประกอบการดังกล่าว ทั้งนี้เพื่อผลประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดในกิจการของบริษัทจดทะเบียน เช่น ผู้ถือหุ้นรายย่อย เจ้าหนี้เงินกู้ เจ้าหนี้การค้า เป็นต้น

นอกจากมูลเหตุจูงใจเพื่อการอยู่รอดทางธุรกิจแล้ว อาจมีมูลเหตุจูงใจที่สำคัญอีกประการหนึ่ง คือ การควบรวมกิจการเพื่อปรับปรุงผลการดำเนินงานอันส่งผลให้บริษัทสามารถคงสถานะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ ซึ่งหากบริษัทจดทะเบียนถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากตลาดหลักทรัพย์ ผู้ที่ได้รับผลกระทบมากที่สุด คือ นักลงทุนรายย่อยซึ่งต้องสูญเสียเงินลงทุนไปกับมูลค่าหุ้นที่สูญหายไปกับการสูญเสียสถานะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว

จากความจำเป็นในการควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียน ไม่ว่าจะด้วยมูลเหตุจูงใจเพื่อการอยู่รอดทางธุรกิจ หรือมูลเหตุจูงใจในการคงสถานะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก็ตาม บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกควบรวมกิจการอาจแบ่งได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ตามลักษณะของการประกอบธุรกิจ ได้แก่

(1) บริษัทจดทะเบียนที่เคยมีการประกอบธุรกิจหลัก (Shell company หรือ Listed shell)

เป็นบริษัทจดทะเบียนที่เคยมีการประกอบธุรกิจหลักและมีสินทรัพย์ที่สร้างรายได้ให้แก่บริษัท แต่ต่อมาบริษัทดังกล่าวอาจประสบผลการขาดทุน หรือจำเป็นต้องขายสินทรัพย์ออกไปในภายหลัง ทำให้บริษัทดังกล่าวจำเป็นต้องหาบริษัทอื่นมาควบรวมกิจการเพื่อการอยู่รอดทางธุรกิจ หรือเพื่อคงสถานะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

(2) บริษัทจดทะเบียนที่ไม่ได้มีการประกอบธุรกิจหลัก (Blank check company)

เป็นบริษัทจดทะเบียนที่จัดตั้งขึ้นมาเพื่อวัตถุประสงค์ในการหาบริษัทอื่นมาควบรวมกิจการกับบริษัทตนเอง ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ได้แก่

(2.1) บริษัทที่จดทะเบียนอยู่นอกกระดานหลัก (Over-The-Counter Bulletin Board)

เป็นบริษัทที่ขายผ่านระบบกระดานพิเศษ (Pink Sheet) โดยกระดานดังกล่าวจะแสดงราคาอ้างอิง (Quote) ที่เป็นราคาขายไว้ให้แก่นักลงทุนที่สนใจซื้อได้พิจารณา

(2.2) บริษัทที่มีการจดทะเบียนในกระดานหลักแต่เป็นการจดทะเบียนเพื่อวัตถุประสงค์ในการควบรวมกิจการโดยเฉพาะ (Special Purpose Acquisition Company)

เป็นบริษัทที่มีการระดมทุนโดยการเสนอขายหุ้นกับประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering) แล้วไปนำเงินที่ได้ไปฝากไว้กับผู้ดูแลทรัพย์สิน (Escrow) ซึ่งบริษัทจดทะเบียนเพื่อการควบรวมกิจการก็ต้องหาบริษัทนอกตลาดที่มีมูลค่าใกล้เคียงกับจำนวนเงินที่ฝากไว้กับผู้ดูแลทรัพย์สินมาควบรวมกิจการภายในระยะเวลาที่กฎหมายกำหนดไว้

2.6 ประโยชน์ของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

2.6.1 ประโยชน์ต่อบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีประโยชน์ต่อบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ผู้ต้องการใช้เงินทุนในการดำเนินกิจการ ทำให้บริษัทดังกล่าวสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์อย่างรวดเร็ว ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวที่สามารถนำมาใช้ในการขยายกิจการเพื่อสร้างผลกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทได้ต่อไป นอกจากนี้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ยังช่วยสร้างประโยชน์ในด้านอื่นๆ อีก เช่น ช่วยเสริมสร้างชื่อเสียงและภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่บริษัท ช่วยสร้างความรับผิดชอบและการบริหารงานแบบมืออาชีพให้แก่บริษัท ช่วยสร้างความภาคภูมิใจและผลตอบแทนที่ดีให้แก่พนักงาน เป็นต้น

2.6.2 ประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียน

การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีประโยชน์ต่อความอยู่รอดทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน และดำรงสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนต่อไปในตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะกรณีที่มีบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนเดิมที่ประสบปัญหาทางธุรกิจหรือบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟื้นฟูกิจการเพื่อสวมสิทธิความเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ย่อมส่งผลดีต่อผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ เนื่องจากผู้ถือหุ้นได้ประโยชน์จากการที่หลักทรัพย์เดิมถูกปลดออกจากกลุ่มฟื้นฟูกิจการและกลับมาซื้อขายใหม่ได้อีกครั้ง ส่วนเจ้าหน้าที่ได้ประโยชน์จากการเข้ามาชำระหนี้โดยบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน นอกจากนี้ การเข้ามาสวมสิทธิดังกล่าวจะมีประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยในบริษัทจดทะเบียนเดิม เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนยังสามารถดำเนินกิจการต่อไปได้และทำให้หุ้นของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวกลับมามีมูลค่าอีกครั้ง

2.6.3 ประโยชน์ต่อการเติบโตของตลาดทุน

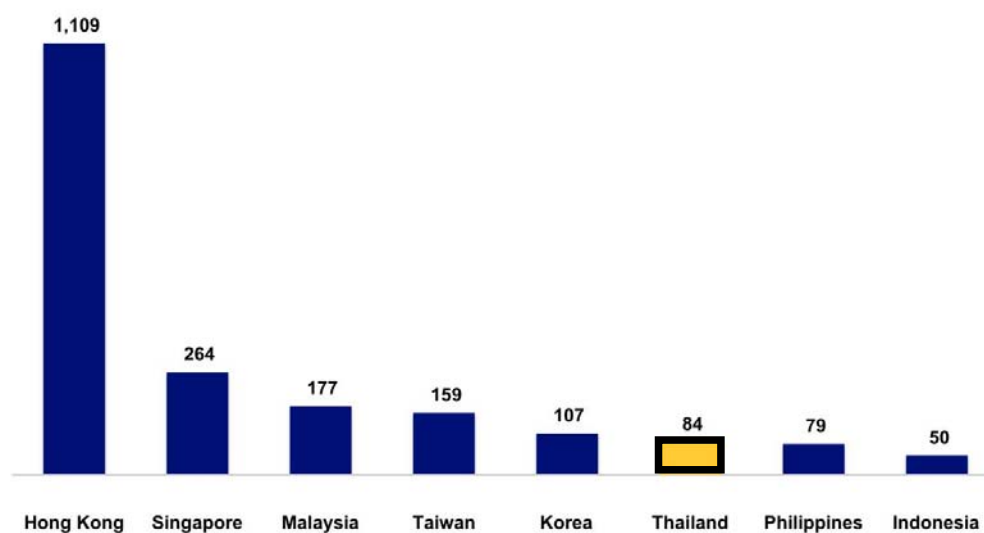
การเพิ่มจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไม่ว่าด้วยวิธีการจดทะเบียนโดยตรงหรือโดยอ้อมย่อมสามารถเพิ่มจำนวนผู้ประกอบการที่เข้าถึงแหล่งเงินทุนและสร้างความเติบโตให้ตลาดทุนให้แก่ประเทศต่างๆ ได้ ตัวอย่างเช่น ตามนโยบายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย⁹ ต้องการเพิ่มขนาดของตลาดทุนและเพิ่มจำนวนของบริษัทที่เข้าถึงแหล่งเงินทุน โดยปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีมูลค่าเพียง 84% ของ GDP และมีจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนใน

⁹ คณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทย, แผนพัฒนาตลาดทุนไทย [ออนไลน์], 2552. แหล่งที่มา www.set.or.th/th/about/vision/files/CMP_Master.pdf

ตลาดหลักทรัพย์เพียง 545 บริษัท โดยในช่วงเดือนมกราคมถึงเดือนกรกฎาคม 2554 มีบริษัทเข้าจดทะเบียนใหม่ 6 บริษัท และมี 2 บริษัทที่ถูกเพิกถอน ทำให้มีจำนวนบริษัทจดทะเบียน 545 บริษัท¹⁰ โดยมีอัตราการเข้าจดทะเบียนเพิ่มของบริษัทเฉลี่ยเพียงปีละ 14 บริษัทในระยะเวลา 5 ปีหลัง (ปี 2549-2553) ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่ามีบริษัทจำนวนน้อยที่เข้าถึงแหล่งเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์ ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

Market Capitalization to GDP Comparison : Asia Countries

Unit: Percentage



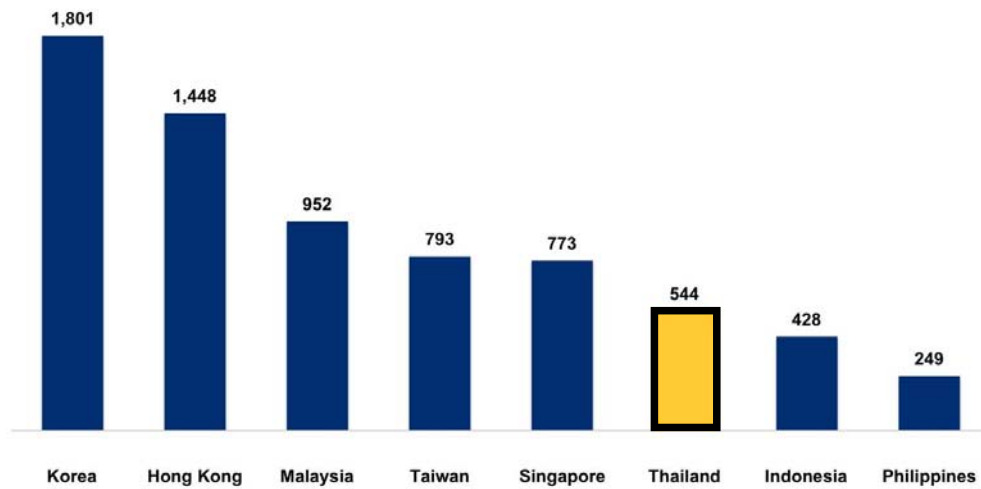
ที่มา: ฝ่ายวิจัย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภาพที่ 9 แผนภูมิแสดงมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์ต่อ GDP เปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยกับประเทศอื่นในภูมิภาคเดียวกัน

¹⁰ ฝ่ายวิจัยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ภาวะตลาดหลักทรัพย์ [ออนไลน์], 2554.
แหล่งที่มา www.set.or.th/setresearch/files/20110731_A_graph_SET_statistics.ppt

Number of Listed Companies : Asia Countries

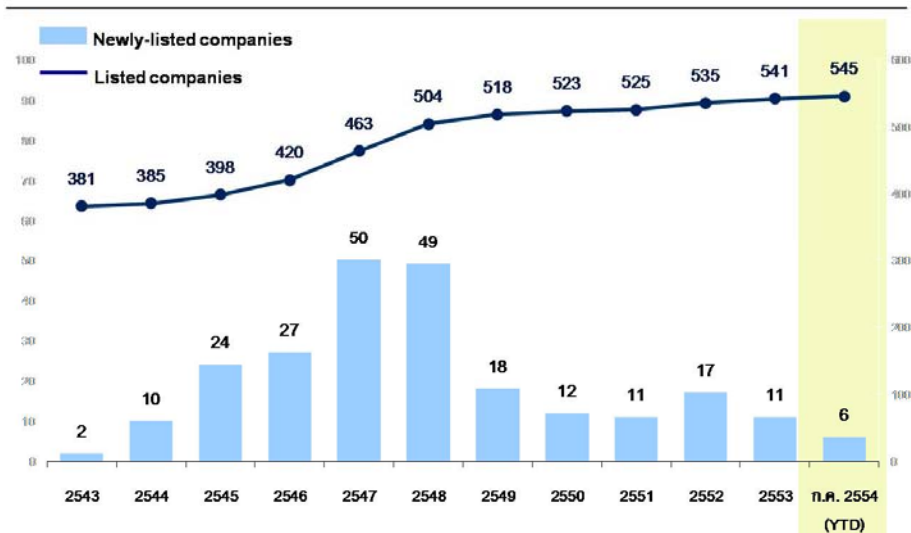
(As of Jun 2011)



ที่มา: ฝ่ายวิจัย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภาพที่ 10 แผนภูมิแสดงจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เปรียบเทียบระหว่างประเทศไทยกับประเทศอื่นในภูมิภาคเดียวกัน

Number of new and existing listed companies (SET and mai)



ที่มา : SETSMART, ข้อมูล ณ 29 กรกฎาคม 2554

หมายเหตุ : ไม่รวมกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และบริษัทที่มีการปรับโครงสร้างหรือเปลี่ยนชื่อ

ภาพที่ 11 แผนภูมิแสดงการเพิ่มขึ้นของจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ

2.7 แนวคิดเกี่ยวกับการพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

2.7.1 แนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับ

การพิจารณาว่าธุรกรรมใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 แนวคิดใหญ่ๆ ดังนี้¹¹

2.7.1.1 แนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุก

แนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุก (Positive listing approach) เป็นการพิจารณาที่เน้นการตรวจจับว่าการเข้าทำรายการประเภทใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ในการพิจารณาก่อนเข้าทำรายการ หากสินทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนต้องการเข้าทำรายการเพื่อให้ได้มานั้นเป็นสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่อย่างมีนัยสำคัญมาก เช่น สินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนนั้นมีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน การได้มาซึ่งสินทรัพย์นั้นก็ถือเป็นการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมาก (Very substantial acquisition)* และถือว่ามีเจตนาที่จะนำสินทรัพย์ดังกล่าวเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยต้องการหลีกเลี่ยงการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ตามวิธีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง

การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกโดยใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์นั้น ไม่ได้พิจารณาว่าสินทรัพย์ที่ได้มาดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนผู้ที่ได้มาซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวหรือไม่ แต่จะพิจารณาเพียงว่าสินทรัพย์ที่ได้มานั้นมีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์เดิมหรือไม่ ซึ่งหากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ด้วยการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อแลกกับสินทรัพย์ดังกล่าว การได้มาซึ่งสินทรัพย์นั้นก็ส่งผลให้เกิดการโอนอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียนจากผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน แต่หากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนด้วยเงินสดที่กู้ยืมมาจากสถาบัน

¹¹ Kim, K. L., "Backdoor Listing in Korea", *Capital Market Opinion* (October, 2010): 1-7.

* เช่น แนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง ที่ใช้เกณฑ์ความมีนัยสำคัญของสินทรัพย์โดยการเปรียบเทียบขนาดของสินทรัพย์ระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

การเงิน การได้มาซึ่งสินทรัพย์นั้นก็จะไม่ส่งผลให้เกิดการโอนอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียนจากผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

ผู้เขียนเห็นว่าการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกโดยใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ มีแนวโน้มที่จะนับรวมธุรกรรมต่างๆ ทั้งที่มีเจตนาและไม่มีเจตนาที่จะนำสินทรัพย์นอกตลาดเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมให้อยู่ในกลุ่มของรายการประเภทเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมากขึ้น ซึ่งถือเป็นการมุ่งเน้นตรวจจบบริกรรมต่างๆ ให้อยู่ในกลุ่มของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไว้ก่อน จึงอาจกล่าวได้ว่าแนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกเป็นแนวคิดที่พยายามเข้าไปควบคุมหรือกีดกันการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมด้วยการพยายามตรวจจบบริกรรมทั้งที่มีเจตนาและไม่มีเจตนาที่จะนำสินทรัพย์ของบริษัทนอกตลาดเข้าไปจดทะเบียนแทนสินทรัพย์เดิม ทั้งนี้เพื่อวัตถุประสงค์ที่สำคัญ คือ การควบคุมไม่ให้บริษัทจดทะเบียนที่ไม่มีคุณภาพเข้าไปก่อความเสียหายต่อนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

2.7.1.2 แนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับ

แนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับ (Negative listing approach) เป็นการพิจารณาที่ไม่ได้เน้นการตรวจจบบริกรรมที่เข้าทำรายการประเภทใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยใช้เกณฑ์การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมในการพิจารณาภายหลังเข้าทำรายการ ซึ่งการพิจารณาอำนาจควบคุมนั้นอาจพิจารณาได้จากปัจจัยหลายประการ เช่น การเปลี่ยนแปลงด้านการบริหาร คณะกรรมการบริษัท สิทธิออกเสียง ความเป็นเจ้าของ โครงสร้างทางการเงิน เป็นต้น

การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับโดยใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมนั้น ในบางกรณีอาจพิจารณาได้ยาก เนื่องจากผู้ที่มีอำนาจควบคุมอาจใช้วิธีการถือหุ้นโดยอ้อมผ่านบุคคลอื่น ทำให้การพิจารณาสีทธิออกเสียงสามารถทำได้ยาก หรืออาจใช้วิธีการแต่งตั้งบุคคลที่มีความเกี่ยวข้องกับตนเองเข้าไปบริหารบริษัท ซึ่งการตรวจสอบความสัมพันธ์อาจทำได้ยากในกรณีที่มีความสัมพันธ์โดยอ้อม ดังนั้นผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนจึงค่อนข้างมีความเสี่ยงที่จะได้รับความเสียหายจากการหลีกเลี่ยงการตรวจสอบตามเกณฑ์อำนาจควบคุม นอกจากนี้การพิจารณาโดยใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมเป็นการตรวจสอบภายหลังจากการทำรายการว่าผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมีพฤติกรรมที่ถือว่าเข้ามามีอำนาจควบคุมเหนือบริษัทจดทะเบียนหรือไม่ ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวอาจเกิดขึ้นภายหลังจากได้รับอนุญาตให้ทำรายการแล้ว และส่งผลให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้นโดยไม่สามารถป้องกันได้

ผู้เขียนเห็นว่าแนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับเป็นแนวคิดที่ไม่พยายามเข้าไปควบคุมหรือกีดกันการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แต่ปล่อยให้มีการทำธุรกรรม

กันอย่างเสรี และพิจารณาข้อเท็จจริงที่เป็นวัตถุประสงค์หลักของธุรกรรมว่ามีการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการไปสู่ผู้ถือหุ้นของบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์หรือไม่

2.7.2 เปรียบเทียบแนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับ

การเปรียบเทียบแนวคิดในการพิจารณาธุรกรรมระหว่างแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับสามารถเปรียบเทียบได้จากการพิจารณาข้อดีและข้อเสียของแต่ละแบบ ดังต่อไปนี้

2.7.2.1 ข้อดีและข้อเสียของการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุก

ผู้เขียนเห็นว่าการศึกษาธุรกรรมแบบเชิงรุกมีข้อดีและข้อเสีย ดังต่อไปนี้

ข้อดี

- 1) การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกเป็นการพิจารณาก่อนทำรายการ ที่มุ่งคุ้มครองผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไม่ได้รับความเสียหายจากการสมรู้ร่วมคิดกันระหว่างผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนกับผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่มีใบบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการนำสินทรัพย์ที่ไม่มีคุณภาพเข้ามาสวมสิทธิแทนสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน
- 2) การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกโดยใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ เป็นหลักเกณฑ์ที่มีการคำนวณทางบัญชีที่แน่นอน* ทำให้ง่ายต่อการนำมาใช้ในการพิจารณา

ข้อเสีย

- 1) การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกโดยใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ไม่สะท้อนความเป็นจริงว่าธุรกรรมใดเกิดจากเจตนาที่จะเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม เนื่องจากการใช้เกณฑ์ดังกล่าวอาจขยายขอบเขตครอบคลุมถึงการทำการรายการที่เกิดขึ้นโดยไม่ได้มีเจตนาที่จะนำสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใบบริษัทจดทะเบียนเข้ามาสวมสิทธิแทนสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน เช่น กรณีที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใบบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนด้วยเงินสดที่กู้ยืมมาจากสถาบันการเงิน และไม่ส่งผลให้เกิดการโอนอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียน

* เช่น การประเมินราคาสินทรัพย์โดยใช้ราคายุติธรรม การนำกำไรหรือยอดขายที่เกิดขึ้นจากสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทที่มีใบบริษัทจดทะเบียนมาเปรียบเทียบกัน

ทะเบียนจากผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้
บริษัทจดทะเบียน*

- 2) การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกโดยใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์อาจสร้าง
อุปสรรคต่อการขยายธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในบางกรณี เช่น กรณีที่บริษัท
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่
มีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนด้วยเงินสดที่กู้ยืมมาจากสถาบัน
การเงิน แล้วการทำรายการดังกล่าวถูกถือว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาด
หลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งหลายประเทศ** จะใช้หลักเกณฑ์คล้ายคลึงกันคือ ตลาด
หลักทรัพย์จะอนุญาตให้ทำรายการดังกล่าวได้ก็ต่อเมื่อสินทรัพย์ของบริษัทที่
มีใช้บริษัทจดทะเบียนนั้นมีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเข้าจดทะเบียนกับตลาด
หลักทรัพย์เช่นเดียวกับการเข้าจดทะเบียนโดยตรง ทำให้บริษัทจดทะเบียนมี
หน้าที่ต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่โดยพิจารณาจากคุณสมบัติของบริษัทที่
มีใช้บริษัทจดทะเบียน ซึ่งหากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนนั้นไม่ผ่านการ
ตรวจสอบคุณสมบัติ ตลาดหลักทรัพย์จะไม่อนุญาตให้เข้าทำรายการดังกล่าว
และส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนไม่สามารถขยายธุรกิจด้วยการซื้อสินทรัพย์ของ
บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนนั้นได้

2.7.2.2 ข้อดีและข้อเสียของการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับ

ผู้เขียนเห็นว่า การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับมีข้อดีและข้อเสีย ดังต่อไปนี้

ข้อดี

- 1) การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับสามารถตรวจจับธุรกรรมที่มีเจตนาเข้าจด
ทะเบียนทางอ้อมได้ตรงกับความเป็นจริง เนื่องจากเป็นการตรวจสอบเจตนา
จากผลของการทำธุรกรรมที่เกิดขึ้นภายหลังการทำรายการ เช่น การโอนอำนาจ
ควบคุมจากผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไปยังบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน
การลดลงของสัดส่วนหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนถืออยู่จนกระทั่ง
น้อยกว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท

* การชำระราคาสินทรัพย์ด้วยเงินสดไม่ก่อให้เกิดการโอนอำนาจควบคุม เนื่องจากบริษัทจด
ทะเบียนไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อนำไปชำระราคาสินทรัพย์ ทำให้ส่วนของเจ้าของ (Equity) ในบริษัทจดทะเบียนไม่
ถูกเจือจางลง (Dilution) ด้วยหุ้นเพิ่มทุนที่ออกใหม่

** เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศแคนาดา ประเทศสิงคโปร์ ประเทศไทย เขตปกครอง
พิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน เป็นต้น

- 2) การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับเป็นการพิจารณาในมุมมองที่ไม่ได้กีดกันการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม เป็นการพิจารณาธุรกรรมโดยเปิดโอกาสให้บริษัทจดทะเบียนและบริษัทที่มีใช้จดทะเบียนสามารถเข้าทำรายการได้หากว่าหลังจากการทำรายการไม่มีการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม ทำให้การเข้าทำรายการต่างๆ ของบริษัทจดทะเบียนมีอิสระมากกว่าการถูกพิจารณาแบบเชิงรุกด้วยเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์

ข้อเสีย

- 1) การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับโดยใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมเป็นสิ่งที่พิจารณาได้ยาก เนื่องจากเป็นการพิจารณาพฤติกรรมของผู้ถือหุ้นรายใหม่ที่อาจไม่ได้แสดงการมีอำนาจควบคุมเหนือกิจการอย่างชัดเจน*
- 2) ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนมีความเสี่ยงที่จะได้รับความเสียหายจากการอำพรางพฤติกรรมการมีอำนาจควบคุมของผู้ถือหุ้นรายใหม่ที่เข้ามา เช่น การให้บุคคลอื่นเข้ามาถือหุ้นโดยอ้อม** การใช้อำนาจแต่งตั้งหรือถอดถอนกรรมการผ่านบุคคลอื่น*** ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวอาจเกิดขึ้นภายหลังจากได้รับอนุญาตให้ทำรายการเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนแล้ว ทำให้เกิดความเสียหายที่ไม่อาจป้องกันได้

2.7.3 การนำหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับไปใช้ในประเทศต่างๆ

แนวทางการพิจารณาแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับได้ถูกนำไปใช้ในประเทศต่างๆ ตามมุมมองของตลาดหลักทรัพย์แต่ละประเทศที่มีต่อการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งสามารถแบ่งได้ดังนี้

* บางประเทศเน้นการพิจารณาอำนาจควบคุมกิจการจากจำนวนสิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน เช่น ประเทศเกาหลีใต้ เขตปกครองพิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน แต่บางประเทศก็เน้นพิจารณาอำนาจควบคุมกิจการจากพฤติกรรมแต่งตั้งและถอดถอนกรรมการบริหารของบริษัทจดทะเบียน เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา

** เป็นวิธีการหลบเลี่ยงการตรวจจับผู้อำนาจควบคุมกิจการจากการพิจารณาสิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน

*** เป็นวิธีการหลบเลี่ยงการตรวจจับผู้อำนาจควบคุมกิจการจากการพิจารณาพฤติกรรมแต่งตั้งและถอดถอนกรรมการบริหารของบริษัทจดทะเบียน

2.7.3.1 กลุ่มประเทศที่ใช้การพิจารณาธุรกรรมทั้งแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับ

กลุ่มประเทศที่ใช้การพิจารณาธุรกรรมทั้งแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับ เช่น ประเทศไทย เขตปกครองพิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน ประเทศเกาหลีใต้* ประเทศสิงคโปร์ เป็นต้น ซึ่งกลุ่มประเทศที่ใช้การพิจารณาธุรกรรมทั้งแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับนั้น แม้ว่าจะใช้การพิจารณาธุรกรรมทั้ง 2 แบบ คือ ใช้แบบเชิงรุกพิจารณาก่อนทำรายการและใช้แบบเชิงรับพิจารณาภายหลังการทำรายการ แต่แท้จริงแล้วกลุ่มประเทศเหล่านี้มักจะมุ่งเน้นการตรวจจับธุรกรรมแบบเชิงรุกมากกว่า ซึ่งการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกด้วยการใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์สามารถทำได้ง่าย และตรวจจับธุรกรรมได้จำนวนมากกว่า ซึ่งสอดคล้องกับความต้องการในการตรวจจับการเข้าทำธุรกรรมอย่างเข้มงวดเพื่อไม่ให้มีการแอบเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเกิดขึ้น

ผู้เขียนเห็นว่ากลุ่มประเทศต่างๆ ที่ใช้การพิจารณาธุรกรรมทั้งแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับนั้น อาจมีแนวคิดที่ตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่ประการสำคัญในการออกมาตรการกำกับดูแลเพื่อคุ้มครองนักลงทุนรายย่อย เนื่องจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศต่างๆ ในแถบเอเชียอาจไม่มีความรู้ทางการเงินมากนัก ดังนั้นจึงนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นจึงอาจไม่เข้าใจว่าการทำรายการเพื่อให้ได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์นั้นถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมหรือไม่ และอาจตัดสินใจให้ความยินยอมในการเข้าทำรายการดังกล่าวไปโดยสำคัญผิด ซึ่งหากตลาดหลักทรัพย์ไม่ใช้การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกด้วยเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ประกอบด้วยแล้ว การใช้แต่เพียงการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับด้วยเกณฑ์อำนาจควบคุมอาจจะไม่เพียงพอที่จะตรวจจับธุรกรรมที่ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้อย่างครบถ้วน

2.7.3.2 กลุ่มประเทศที่ใช้การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับเพียงอย่างเดียว

กลุ่มประเทศที่ใช้การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับเพียงอย่างเดียว เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศแคนาดา เป็นต้น ซึ่งกลุ่มประเทศที่ใช้การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับนั้น จะเน้นการตรวจจับธุรกรรมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมตามความเป็นจริง โดยพิจารณาว่าเกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียนภายหลังการเข้าทำรายการหรือไม่

ผู้เขียนเห็นว่ากลุ่มประเทศต่างๆ ที่ใช้การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับเพียงอย่างเดียว นั้น อาจมีแนวคิดที่ตลาดหลักทรัพย์มีหน้าที่ในการกำกับดูแลภายใต้กรอบของการทำธุรกรรม

* ก่อนปี ค.ศ. 2006 ประเทศเกาหลีใต้เคยใช้การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกเพียงอย่างเดียว ด้วยเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์

อย่างเสรี ดังนั้นจึงไม่ต้องการใช้เกณฑ์ตรวจจับอันเข้มงวดเกินไปที่ไม่สามารถตรวจจับธุรกรรมได้ตามเจตนาที่แท้จริงดังเช่นการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุก อย่างไรก็ตาม แม้ว่าการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับอาจปกป้องผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนได้ไม่ดีเท่าการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุก แต่เนื่องจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐอเมริกา อาจมีความรู้ทางการเงินมากกว่านักลงทุนในแถบเอเชีย ทำให้สามารถแบกรับความเสี่ยงในการพิจารณาให้ความยินยอมแก่บริษัทจดทะเบียนเพื่อซื้อสินทรัพย์ของบริษัทนอกตลาดอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้ดีกว่า

2.8 แนวคิดเกี่ยวกับการดำเนินการในกรณีที่เข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

เมื่อพิจารณาการทำธุรกรรมเพื่อเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม จะพบว่าธุรกรรมดังกล่าวสามารถทำให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนได้โดยไม่ต้องผ่านขั้นตอนการพิจารณาจากตลาดหลักทรัพย์ตามเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียน ดังนั้นเพื่อป้องกันปัญหาด้านคุณภาพของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนดังกล่าว ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศต่างๆ จึงกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนที่ได้มาซึ่งสินทรัพย์อันเข้าข่ายเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีหน้าที่ในการดำเนินการทั้งก่อนและหลังการเข้าทำรายการ* เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนมีกระบวนการพิจารณาการตกลงเข้าทำรายการในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่เหมาะสม มีการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอ และเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทได้มีส่วนร่วมในการตัดสินใจทางธุรกิจที่สำคัญ

ซึ่งหน้าที่สำคัญที่ประเทศต่างๆ มักกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องทำก่อนเข้าทำรายการ ได้แก่ หน้าที่ในการขออนุมัติการทำรายการจากผู้ถือหุ้น โดยกำหนดให้ผู้ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนสามารถมีส่วนร่วมในการตัดสินใจว่าจะยินยอมให้บริษัทจดทะเบียนเข้าทำรายการที่ส่งผลให้บริษัทถูกซื้อกิจการย้อนกลับหรือไม่ และหน้าที่ในการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ ซึ่งกำหนดให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่เป็นเจ้าของสินทรัพย์ใหม่ที่จะนำเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องผ่านเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนที่กำหนดขึ้นสำหรับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมอาจมีมาตรฐานเท่ากับหรือต่ำกว่าคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงก็ได้ ขึ้นอยู่กับแนวปฏิบัติของแต่ละประเทศว่าต้องการผ่อนปรนการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดย

* หน้าที่ในการดำเนินการก่อนเข้าทำรายการถูกกำหนดขึ้นเพื่อให้เกิดการตรวจสอบและให้การมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นในการตัดสินใจว่าบริษัทจดทะเบียนควรเข้าทำรายการหรือไม่ ส่วนหน้าที่ในการดำเนินการหลังเข้าทำรายการถูกกำหนดขึ้นเพื่อให้ข้อมูลเกี่ยวกับการทำรายการแก่ผู้ที่เกี่ยวข้อง

อ้อมมากน้อยเพียงใด ซึ่งรายละเอียดของแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดหน้าที่ให้บริษัทจดทะเบียนต้องทำก่อนเข้าทำรายการ มีดังต่อไปนี้

2.8.1 การมีส่วนร่วมในการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียน

ผู้ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนสามารถมีส่วนร่วมในการตัดสินใจว่าจะยินยอมให้บริษัทจดทะเบียนเข้าทำรายการที่ส่งผลให้บริษัทถูกซื้อกิจการย้อนกลับหรือไม่ ด้วยการให้ความยินยอมในที่ประชุมผู้ถือหุ้น โดยตลาดหลักทรัพย์ของประเทศต่างๆ มักกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อนเข้าทำรายการ ซึ่งการเข้าทำรายการอันส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนถูกบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนซื้อกิจการย้อนกลับนั้นถือเป็นรายการที่มีความสำคัญทางธุรกิจ การขออนุมัติจากที่ประชุมของผู้ถือหุ้นจึงต้องเข้มเป็นพิเศษ เช่น ขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนได้เสียจากการเข้าทำรายการ ด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง

2.8.2 การพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

คุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนเป็นสิ่งสำคัญที่ส่งผลต่อคุณภาพของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และสำคัญต่อการคุ้มครองนักลงทุนไม่ให้ได้รับความเสียหายจากกรณีของบริษัทจดทะเบียนที่ไม่มีคุณภาพอาจถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ในภายหลัง ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ของประเทศต่างๆ จะพิจารณาว่าบริษัทจดทะเบียนมีคุณสมบัติครบถ้วนตามเกณฑ์ที่นำมาใช้วัดคุณภาพด้านต่างๆ หรือไม่ เช่น ผลการดำเนินงาน จำนวนทุนชำระแล้ว การกระจายหุ้น รายย่อย การกำกับดูแลและควบคุมภายใน เป็นต้น

การพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ตามมาตรฐานของเกณฑ์คุณสมบัติเมื่อนำมาเปรียบเทียบกับ การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ได้แก่

2.8.2.1 การพิจารณาคูณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยอ้อมในมาตรฐานเดียวกับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยตรง

กลุ่มประเทศที่พิจารณาคูณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยอ้อมในมาตรฐานเดียวกับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยตรง* เช่น ประเทศไทย เขตปกครองพิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน ประเทศเกาหลีใต้ (หลังการแก้ไขหลักเกณฑ์ในเดือนธันวาคม ค.ศ. 2010) ประเทศสิงคโปร์ ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศแคนาดา เป็นต้น ซึ่งกลุ่มประเทศที่พิจารณาคูณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยอ้อมในมาตรฐานเดียวกับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยตรงนั้น ต้องการปกป้องนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นสำคัญ ด้วยการรักษามาตรฐานคุณภาพของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้มีคุณภาพเท่าเทียมกัน ไม่ว่าจะบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนทางตรงหรือทางอ้อม

2.8.2.2 การพิจารณาคูณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยอ้อมในมาตรฐานที่ต่ำกว่าบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยตรง

กลุ่มประเทศที่พิจารณาคูณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยอ้อมในมาตรฐานที่ต่ำกว่าบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยตรง เช่น ประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน ประเทศเกาหลีใต้ (ก่อนการแก้ไขหลักเกณฑ์ในเดือนธันวาคม ค.ศ. 2010) เป็นต้น ซึ่งกลุ่มประเทศที่พิจารณาคูณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยอ้อมในมาตรฐานที่ต่ำกว่าบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยตรงนั้น ต้องการเน้นความเติบโตของตลาดทุนในประเทศตนเองเป็นสำคัญ จึงพยายามผ่อนปรนคูณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากลุ่มประเทศเหล่านี้ส่งเสริมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในฐานะเป็นช่องทางลัดสำหรับการเข้าถึงแหล่งเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้อย่างรวดเร็ว ซึ่งแนวคิดในการพยายามผ่อนปรนคูณสมบัติของบริษัทที่เข้าตลาดหลักทรัพย์ทางอ้อมนั้น อาจสร้างปัญหาด้านคุณภาพของบริษัทจดทะเบียน อันส่งผลให้บริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีแนวโน้มที่จะไม่สามารถรักษาสถานะบริษัทจดทะเบียนได้อย่างยาวนานและมีโอกาสถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากบริษัทจดทะเบียนได้ในอนาคต

* คูณสมบัติดังกล่าวจะพิจารณาจากคูณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนร่วมกับคูณสมบัติของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน เช่น พิจารณาการกระจายหุ้นรายย่อยของบริษัทจดทะเบียน พิจารณาผลประกอบการของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน เป็นต้น เหตุผลที่ไม่ได้พิจารณาคูณสมบัติจากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนทั้งหมด เนื่องจากคูณสมบัติบางอย่างเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อผ่านขั้นตอนการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงแล้ว เช่น การกระจายหุ้นรายย่อยจำนวนมาก จะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อบริษัทจำกัดได้แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจำกัดแล้ว แต่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนส่วนมากเป็นบริษัทจำกัดที่ไม่มีการกระจายหุ้นรายย่อยมากนัก จึงทำให้คูณสมบัติข้อนี้ต้องพิจารณาจากบริษัทจดทะเบียนแทน

ตัวอย่างเช่น ประเทศเกาหลีใต้ที่เคยใช้หลักเกณฑ์พิจารณาคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยอ้อมในมาตรฐานที่ต่ำกว่าบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยตรง และส่งผลให้บริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมจำนวนมากมีปัญหาหลังจากเข้ามาจดทะเบียนแล้ว ซึ่งสามารถพิจารณาได้จากสถิติจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่ถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่เดือนมกราคม ค.ศ. 2009 จนถึงเดือนสิงหาคม ค.ศ. 2010 ที่มีจำนวนมากถึง 16 บริษัทจาก 161 บริษัทของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ดังนั้นในเดือนธันวาคม ค.ศ. 2010 ตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้จึงได้แก้ไขหลักเกณฑ์เกี่ยวกับมาตรฐานด้านคุณสมบัติของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยกำหนดให้มีมาตรฐานเช่นเดียวกับคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง เพื่อแก้ไขปัญหาด้านคุณภาพของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

บทที่ 3

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

3.1 ความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

การเข้าจดทะเบียนโดยอ้อม (Backdoor Listing)¹ หมายถึง การที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือหุ้นของบริษัทอื่นที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน และเมื่อคำนวณมูลค่าตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แล้ว ปรากฏว่าสินทรัพย์ของบริษัทอื่นที่ได้มานั้นมีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งมีผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในอำนาจการควบคุมบริษัทจดทะเบียนจากกลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมไปยังกลุ่มผู้ถือหุ้นของบริษัทอื่นดังกล่าว

3.2 หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดหลักเกณฑ์การเปิดเผยเกี่ยวกับการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ตามประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547 (“ประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์”) ซึ่งกำหนดขึ้นเพื่อให้บริษัทจดทะเบียนมีกระบวนการพิจารณาการตกลงเข้าทำรายการในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่เหมาะสม มีการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอ และเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทได้มีส่วนร่วมในการตัดสินใจทางธุรกิจที่สำคัญ* โดยหลักเกณฑ์ดังกล่าวใช้กับการซื้อสินทรัพย์ระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน โดยตลาดหลักทรัพย์** จะพิจารณาว่ากรณีที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ใหม่ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียนนั้น สินทรัพย์ใหม่นั้นมีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือไม่ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึงกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนที่ได้มาซึ่งสินทรัพย์ใหม่ของบริษัทที่ไม่ใช่บริษัท

¹ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ศัพท์น่ารู้เพื่อผู้ลงทุน [ออนไลน์], 2551. แหล่งที่มา www.tsi-thailand.org/index.php?option=com_content&task=view&id=146&Itemid=1124

* เหตุผลในการออกประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547

** ปัจจุบันองค์กรที่มีอำนาจในการพิจารณาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คือ คณะกรรมการกำกับตลาดทุน ซึ่งอาศัยอำนาจตามประกาศคณะกรรมการตลาดทุนที่ ทจ. 20/2551 เรื่องหลักเกณฑ์ในการทำรายการที่มีนัยสำคัญที่เข้าข่ายเป็นการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สิน อย่างไรก็ตามหลักเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ยังคงใช้ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547 เช่นเดิม

จดทะเบียน ต้องดำเนินการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ภายใต้การพิจารณาคุณสมบัติของหลักทรัพย์ใหม่ด้วย

นอกจากนี้ยังมีหลักเกณฑ์ที่ใกล้เคียงกับการเปิดเผยเกี่ยวกับการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ได้แก่ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหลักทรัพย์ของบริษัทที่เกิดจากการควบบริษัทเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2542 ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวใช้กับการควบกิจการระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีไม่บริษัทจดทะเบียน โดยตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาว่าบริษัทใหม่ที่เกิดขึ้นภายหลังการควบกิจการมีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือไม่ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึงกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนที่ประสงค์จะควบบริษัทกับบริษัทที่มีไม่บริษัทจดทะเบียน ต้องดำเนินการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ด้วย

3.3 การพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน โดยเฉพาะสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่หรือมีมูลค่าสูงย่อมมีผลกระทบต่อฐานะการเงินและผลการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน รวมถึงส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมของกิจการของบริษัทจดทะเบียนด้วย ซึ่งบริษัทที่มีไม่บริษัทจดทะเบียนสามารถใช้วิธีการเข้าทำรายการซื้อขายสินทรัพย์เพื่อเข้าควบคุมกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยบริษัทที่มีไม่บริษัทจดทะเบียนอาจใช้สินทรัพย์ของตนเองแลกกับหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ทำให้บริษัทที่มีไม่บริษัทจดทะเบียนเข้ามาถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในจำนวนมากพอที่จะทำให้อำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนถูกโอนออกไปสู่บริษัทที่มีไม่บริษัทจดทะเบียน วิธีการนี้ทำให้บริษัทที่มีไม่บริษัทจดทะเบียนสามารถเข้ามาสวมสิทธิแทนบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ได้เสมือนกับว่าบริษัทที่มีไม่บริษัทจดทะเบียนสามารถเข้ามาเป็นบริษัทจดทะเบียนได้โดยไม่ต้องผ่านกระบวนการตามที่กำหนดไว้ในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง

ดังนั้นการพิจารณาถึงการขนาดของรายการที่เกี่ยวข้องกับการได้มาหรือการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ก่อนเข้าทำรายการ และการพิจารณาถึงการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการหรือสัดส่วนหุ้นที่ถือของผู้ถือหุ้นเดิมในบริษัทจดทะเบียนภายหลังการเข้าทำรายการ จึงเป็นสิ่งสำคัญในการพิจารณาว่าบริษัทจดทะเบียนได้ถูกเข้าควบคุมกิจการโดยบริษัทที่มีไม่บริษัทจดทะเบียนหรือไม่ ซึ่งหลักเกณฑ์ในการพิจารณารายการที่ได้มาหรือการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนมีดังต่อไปนี้

3.3.1 แนวคิดเกี่ยวกับการพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

การพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทยนั้น ใช้การพิจารณาธุรกรรมทั้งแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับ โดยการพิจารณาทั้ง 2 แบบจะใช้แยกต่างหากออกจากกัน ซึ่งหมายความว่าหากการตรวจจับธุรกรรมเข้าตามลักษณะแบบใดแบบหนึ่ง ธุรกรรมนั้นถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ในการพิจารณา* โดยหากว่าบริษัทจดทะเบียนเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน การได้มาซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวจะถือเป็นการนำสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

ส่วนการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมและเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือในการพิจารณา โดยตามเกณฑ์อำนาจควบคุมนั้น** หากว่าบริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน แม้ว่าสินทรัพย์นั้นไม่ได้มีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน แต่หากการได้มานั้นส่งผลให้เกิดการโอนอำนาจควบคุมจากผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนออกไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน หรือมีผลทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนต้องถือหุ้นลดลงจนต่ำกว่าร้อยละ 50 ของทุนชำระแล้วของบริษัทจดทะเบียน การได้มาซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวถือว่าเป็นการนำสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

3.3.2 การเข้าทำรายการที่ถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

1) กรณีที่ถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

การที่บริษัทจดทะเบียนเข้าทำรายการซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน กรณีที่ถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คือ กรณีที่บริษัทจดทะเบียน

* เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ที่ใช้พิจารณาในประเทศไทยมีลักษณะใกล้เคียงกับเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ที่ใช้พิจารณาในเขตปกครองพิเศษฮ่องกงแห่งประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน

** เกณฑ์อำนาจควบคุมที่ใช้พิจารณาในประเทศไทยมีลักษณะใกล้เคียงกับเกณฑ์อำนาจควบคุมที่ใช้พิจารณาในประเทศสหรัฐอเมริกา

ทะเบียนเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนอันเป็นผลทำให้บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีขนาดตั้งแต่ร้อยละ 100 ขึ้นไป เมื่อนำมูลค่าสินทรัพย์ที่ได้มาเทียบกับสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน หรือการได้มาซึ่งสินทรัพย์มีผลทำให้เกิดการโอนอำนาจควบคุมออกไปยังผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน หรือการได้มาซึ่งสินทรัพย์มีผลทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนต้องถือหุ้นลดลงจนต่ำกว่าร้อยละ 50 ของทุนชำระแล้วของบริษัทจดทะเบียน การทำรายการซื้อสินทรัพย์ดังกล่าว ย่อมถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งจัดเป็นรายการประเภทที่ 4 ตามข้อ 20 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่กำหนดว่า

“ข้อ 20 รายการประเภทที่ 4 หรือการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คือ การที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยได้มาซึ่งสินทรัพย์ทั้งหมดหรือเกือบทั้งหมดของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนและมีลักษณะอย่างใดอย่างหนึ่งดังต่อไปนี้

(1) เมื่อคำนวณตามเกณฑ์ที่กำหนดตามข้อ 7 แล้ว มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 100 หรือสูงกว่า

(2) การได้มาซึ่งสินทรัพย์เป็นผลให้มีการโอนอำนาจการควบคุมจากผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนหรือไปยังเจ้าของเดิมของสินทรัพย์นั้น

(3) การได้มาซึ่งสินทรัพย์เป็นผลมาจากการรวมกิจการเข้าด้วยกัน และมีผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนถือหุ้นต่ำกว่าร้อยละ 50 ของทุนชำระแล้วของบริษัทที่เป็นผลจากการรวมเข้าด้วยกัน หรือเป็นผลให้มีการโอนอำนาจการควบคุมจากผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

เมื่อมีการได้มาซึ่งสินทรัพย์ตามวรรคหนึ่ง ให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงานและเปิดเผยการได้มาซึ่งสินทรัพย์ต่อตลาดหลักทรัพย์ทันที โดยมีสารสนเทศอย่างน้อยตามบัญชี (1) ท้ายประกาศ”

เมื่อพิจารณาจากข้อ 20 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ จะเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ได้ใช้เกณฑ์ในการพิจารณาถึงการทำการรายการที่ถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมทั้งหมด 3 เกณฑ์ ได้แก่

* มีการจัดประเภทรายการเป็น 4 ประเภทตามขนาดสัดส่วนของสินทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนได้มาเมื่อเทียบกับขนาดสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน

(1) เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์

เป็นเกณฑ์ที่ใช้พิจารณาก่อนเข้าทำรายการ โดยพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างขนาดสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน (ผู้ขายสินทรัพย์) กับขนาดสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน (ผู้ซื้อสินทรัพย์) หากสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน การทำรายการดังกล่าวถือว่าบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนได้เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

(2) เกณฑ์อำนาจควบคุม

เป็นเกณฑ์ที่ใช้พิจารณาภายหลังการเข้าทำรายการ หากมีการโอนอำนาจควบคุมกิจการจากผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนหรือไปยังเจ้าของเดิมของสินทรัพย์นั้น การทำรายการดังกล่าวถือว่าบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนได้เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

สำหรับการพิจารณาว่ามีการโอนอำนาจควบคุมหรือไม่ สามารถพิจารณาได้จากจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียง รวมถึงพฤติกรรมทางข้อเท็จจริงภายหลังการทำรายการว่าบุคคลใดมีอำนาจควบคุมเหนือบริษัทจดทะเบียน ซึ่งการพิจารณาเป็นไปตามนิยามในมาตรา 89/1 แห่ง พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ที่กำหนดว่า

“อำนาจควบคุมกิจการ” หมายความว่า

(1) การถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงในนิติบุคคลหนึ่งเกินกว่าร้อยละห้าสิบของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมดของนิติบุคคลนั้น

(2) การมีอำนาจควบคุมคะแนนเสียงส่วนใหญ่ในที่ประชุมผู้ถือหุ้นของนิติบุคคลหนึ่งไม่ว่าโดยตรงหรือโดยอ้อม หรือไม่ว่าเพราะเหตุอื่นใด

(3) การมีอำนาจควบคุมการแต่งตั้งหรือถอดถอนกรรมการตั้งแต่กึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมดไม่ว่าโดยตรงหรือโดยอ้อม

(3) เกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือ

เป็นเกณฑ์ที่ใช้พิจารณาภายหลังการเข้าทำรายการ หากผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนถือหุ้นต่ำกว่าร้อยละ 50 ของทุนชำระแล้วของบริษัทที่เป็นผลจากการรวมเข้าด้วยกัน การทำรายการดังกล่าวถือว่าบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนได้เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

โดยหากการทำรายการเข้าตามเกณฑ์ใดเกณฑ์หนึ่งของทั้ง 3 เกณฑ์ที่กล่าวมาข้างต้น ย่อมถือว่าการทำรายการนั้นเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอัตโนมัติ

นอกจากนี้ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งหุ้นของบริษัทจดทะเบียนจนกลายเป็นผู้ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนแต่ละจุดร้อยละ 25, 50 หรือ 75 ขึ้นไปของจำนวนสิทธิออกเสียงทั้งหมด ผู้ถือหุ้นดังกล่าวจะต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนนั้นด้วย²

สำหรับเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ได้จำแนกรายการที่เกิดขึ้นตามนัยสำคัญของขนาดสินทรัพย์ที่ได้มาออกเป็น 4 ประเภท³ เพื่อกำหนดหน้าที่ในการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ได้แก่

รายการประเภทที่ 1 รายการที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่มีขนาดตั้งแต่ร้อยละ 50 ขึ้นไป แต่ไม่เกินร้อยละ 100

หากเข้าทำรายการประเภทที่ 1 ตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่ต้องขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนได้เสียด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงก่อนที่จะเข้าทำรายการดังกล่าว รวมถึงต้องแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์และทำหนังสือเวียนแจ้งผู้ถือหุ้นภายหลังจากเข้าทำรายการดังกล่าว

รายการประเภทที่ 2 รายการที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่มีขนาดตั้งแต่ร้อยละ 15 ขึ้นไป แต่ไม่เกินร้อยละ 50

หากเข้าทำรายการประเภทที่ 2 ตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่ต้องแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์และทำหนังสือเวียนแจ้งผู้ถือหุ้นภายหลังจากเข้าทำรายการดังกล่าว

รายการประเภทที่ 3 รายการที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่มีขนาดต่ำกว่าร้อยละ 15 และมีการออกหลักทรัพย์ให้เป็นสิ่งตอบแทน

หากเข้าทำรายการประเภทที่ 3 ตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่ต้องแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ภายหลังจากเข้าทำรายการดังกล่าว

² ข้อ 6 ของประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 53/2545 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ

³ ข้อ 13, 16, 18 และ 20 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์

รายการประเภทที่ 4 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คือ รายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีขนาดตั้งแต่ร้อยละ 100 ขึ้นไป โดยเป็นรายการระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน อันส่งผลให้มีการโอนอำนาจควบคุมกิจการจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมของบริษัทอื่น หรือเป็นผลจากการควบรวมกิจการและทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนถือหุ้นในบริษัทใหม่ที่เกิดจากการควบรวมกิจการต่ำกว่าร้อยละ 50

หากเข้าทำรายการประเภทที่ 4 ตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่ต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์และขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนได้เสียด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงก่อนที่จะเข้าทำรายการดังกล่าว รวมถึงต้องแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์และทำหนังสือเวียนแจ้งผู้ถือหุ้นภายหลังจากเข้าทำรายการดังกล่าว

2) ข้อยกเว้นของกรณีที่เกี่ยวข้องว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดข้อยกเว้นของกรณีที่เกี่ยวข้องว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมตามข้อ 24 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่กำหนดว่า

“ข้อ 24 ในกรณีที่รายการประเภทที่ 4 เข้าหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้ทุกข้อ ตลาดหลักทรัพย์อาจไม่ถือว่าเป็นกรณีที่จะต้องยื่นคำขอให้พิจารณารับหลักทรัพย์ใหม่ ได้แก่

- (1) ธุรกิจที่ได้มามีขนาดใหญ่กว่าขนาดของบริษัทจดทะเบียนไม่เกินร้อยละ 120
- (2) ธุรกิจที่ได้มามีลักษณะของธุรกิจที่คล้ายคลึงหรือเสริมกันและกันกับธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน
- (3) บริษัทจดทะเบียนไม่มีนโยบายจะเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในธุรกิจหลักของบริษัท
- (4) กลุ่มบริษัทจดทะเบียนอันเป็นผลจากการได้มาซึ่งสินทรัพย์มีคุณสมบัติเหมาะสมที่จะจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์
- (5) ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญในคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนและในอำนาจการควบคุมบริษัทหรือผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียน”

จากการพิจารณาถึงข้อ 24 ดังกล่าวจะเห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์ต้องการยกเว้นหน้าที่ในการยื่นคำขอให้พิจารณารับหลักทรัพย์ใหม่ ในกรณีที่พิจารณาถึงลักษณะโดยรวมของธุรกรรมการ

เข้าทำรายการแล้วพบว่าไม่มีเจตนาที่จะนำบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยพิจารณาจากอำนาจควบคุมและลักษณะของธุรกิจที่ไม่เปลี่ยนแปลง แม้ว่าเมื่อพิจารณาขนาดของสินทรัพย์ก่อนเข้าทำรายการแล้วพบว่าสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนก็ตาม

อย่างไรก็ตาม ข้อยกเว้นของตลาดหลักทรัพย์สามารถนำมาใช้ได้เฉพาะกรณีที่สินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนไม่เกินร้อยละ 120 ซึ่งข้อยกเว้นดังกล่าวอาจไม่ได้เกิดขึ้นมากนักในทางปฏิบัติ เนื่องจากส่วนเกินที่ยินยอมให้ผ่อนผันได้นั้นมีเพียงร้อยละ 20 และมีความเป็นไปได้ที่บริษัทจดทะเบียนจะขยายธุรกิจด้วยการเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่กว่าขนาดของบริษัทจดทะเบียนเกินกว่าร้อยละ 120 ดังเช่นกรณีของบริษัทจดทะเบียน คือ บจ.อาปิโก ซึ่งประกอบธุรกิจผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ ได้กู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเพื่อเข้าทำรายการซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน คือ บจก.แพริช ซึ่งมีขนาดสินทรัพย์สูงถึงร้อยละ 192 ของขนาดสินทรัพย์ของ บจ.อาปิโก โดยที่ภายหลังจากเข้าทำรายการก็ไม่มีเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมหรือประเภทธุรกิจของ บจ.อาปิโก

3.3.3 การพิจารณามูลค่าของรายการในประเทศไทย

จากการจำแนกประเภทของรายการ จะพบว่ามีการใช้สัดส่วนของรายการเป็นเกณฑ์เพื่อจัดกลุ่ม ซึ่งสัดส่วนดังกล่าวสามารถพิจารณามูลค่าได้หลายเกณฑ์โดยจะเลือกใช้ตัวเลขที่มากที่สุดจากเกณฑ์ที่กำหนดในข้อ 7 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่กำหนดว่า

“ข้อ 7 ให้บริษัทจดทะเบียนพิจารณามูลค่าของรายการโดยใช้มูลค่าสูงสุดที่คำนวณได้จากหลักเกณฑ์ใดหลักเกณฑ์หนึ่งดังต่อไปนี้

- (1) มูลค่าของสินทรัพย์ที่ได้มาหรือจำหน่ายไป เปรียบเทียบกับมูลค่าของสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทย่อยรวมกัน แล้วแต่กรณี
- (2) กำไรสุทธิจากการดำเนินงานปกติหลังหักภาษีเท่าที่เกิดจากสินทรัพย์ที่ได้มาหรือจำหน่ายไป เปรียบเทียบกับกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนหรือของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทย่อยรวมกัน แล้วแต่กรณี
- (3) มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนที่ชำระให้หรือได้รับ เปรียบเทียบกับมูลค่าของสินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนหรือของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทย่อยรวมกันแล้วแต่กรณี

(4) มูลค่าของหลักทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยออกให้เพื่อเป็นสิ่งตอบแทนการได้สินทรัพย์มา เปรียบเทียบกับมูลค่าของหลักทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยได้ออกจำหน่ายแล้ว”

จากหลักเกณฑ์ข้างต้น พบว่าการจำแนกประเภทของรายการใช้การเปรียบเทียบมูลค่าตามเกณฑ์ประเภทต่างๆ ดังต่อไปนี้

- 1) เกณฑ์สินทรัพย์

$$= \frac{\text{มูลค่าสินทรัพย์ที่ได้มาหรือจำหน่ายไป}}{\text{มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของบริษัทจดทะเบียน}}$$
- 2) เกณฑ์กำไรสุทธิ

$$= \frac{\text{กำไรสุทธิจากการดำเนินงานของสินทรัพย์ที่ได้มาหรือจำหน่ายไป}}{\text{กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียน}}$$
- 3) มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน

$$= \frac{\text{มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนที่ชำระให้หรือได้รับ}}{\text{สินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียน}}$$
- 4) มูลค่าหุ้นทุนที่บริษัทจดทะเบียนออกเพื่อชำระค่าซื้อ

$$= \frac{\text{มูลค่าหลักทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนออกให้}}{\text{มูลค่าหลักทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนที่ออกจำหน่ายและชำระแล้ว}}$$

ในกรณีคำนวณขนาดของรายการตามเกณฑ์กำไรสุทธิแล้ว ปรากฏว่ารายการมีขนาดตั้งแต่ร้อยละ 50 ขึ้นไป แต่ในอีก 3 เกณฑ์มีขนาดต่ำกว่าร้อยละ 50 ตลาดหลักทรัพย์อาจพิจารณาผ่อนผันเป็นรายการประเภทที่ 2 หรือ 3 หากบริษัทสามารถพิสูจน์ได้ว่าถูกระทบจากปัจจัยพิเศษ⁴

การเปรียบเทียบมูลค่าตามเกณฑ์ต่างๆ ข้างต้น จะพิจารณาในลักษณะของเศษส่วนเพื่อหาจำนวนร้อยละในการพิจารณาว่าเป็นรายการประเภทใดตามข้อ 13, 16, 18 และ 20 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ โดยใช้ตัวเลขที่มีค่ามากที่สุดที่คำนวณได้จากทั้ง 4 เกณฑ์ข้างต้น ซึ่งจะเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ได้วิธีการพิจารณามูลค่าของรายการที่มีความละเอียดครบถ้วน เพื่อป้องกันการหลบเลี่ยงการปฏิบัติหน้าที่ตามที่กำหนดไว้ในการทำรายการประเภทต่างๆ โดยเฉพาะในกรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

⁴ ข้อ 14 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์

ด้วยการพิจารณามูลค่าของรายการที่เป็นประโยชน์ต่อตนเอง เพื่อให้ไม่ต้องยื่นคำขอให้พิจารณารับหลักทรัพย์ใหม่ ซึ่งบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่ต้องการหลบเลี่ยงอาจมีคุณสมบัติไม่เพียงพอที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนก็ได้

3.3.4 การประเมินมูลค่าของรายการในประเทศไทย

การประเมินมูลค่าของรายการขึ้นอยู่กับประเภทของรายการ ซึ่งวิธีการประเมินเป็นไปตามข้อ 8 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

“ข้อ 8 การประเมินมูลค่าของสินทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยได้มาหรือจำหน่ายไปตามข้อ 7 ให้บริษัทจดทะเบียนใช้หลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

(1) ในกรณีสินทรัพย์ที่ได้มาหรือจำหน่ายไปเป็นหลักทรัพย์ ให้ประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ตามมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้น ทั้งนี้ ตามสัดส่วนที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งหลักทรัพย์นั้น

(2) ในกรณีสินทรัพย์ที่ได้มาหรือจำหน่ายไปเป็นสินทรัพย์อื่นนอกจากหลักทรัพย์ ให้ประเมินมูลค่าของสินทรัพย์นั้นตามมูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน

(3) ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยเป็นผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ให้ประเมินมูลค่าของสินทรัพย์ที่จำหน่ายตามมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์นั้น หากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์นั้นสูงกว่ามูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน

(4) ในกรณีสิ่งตอบแทนเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน ให้ใช้มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์จดทะเบียนนั้น หรือใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิตามสัดส่วนที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยเข้าซื้อหรือจำหน่ายไปซึ่งหลักทรัพย์นั้น แล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่า”

จากหลักเกณฑ์ข้างต้น พบว่าการประเมินมูลค่าของรายการสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ตามรายละเอียดดังต่อไปนี้

1) รายการที่เป็นหลักทรัพย์ สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 กรณี คือ

1.1) กรณีที่สินทรัพย์ที่ได้มาหรือจำหน่ายไปเป็นหลักทรัพย์

ให้ใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้น (สินทรัพย์ – สินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน – หนี้สิน – ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย) ตามสัดส่วนที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์นั้น

1.2) กรณีที่การได้มาโดยใช้หลักทรัพย์จดทะเบียนเป็นสิ่งตอบแทน

ให้ใช้มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์จดทะเบียนนั้น หรือมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ ตามสัดส่วนที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยได้มาซึ่งหลักทรัพย์นั้นแล้วแต่ว่าจำนวนใดจะมีค่าสูงกว่ากัน

1.3) รายการที่เป็นสินทรัพย์อื่นที่ใช้หลักทรัพย์

ให้ใช้มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน แต่ในกรณีที่เป็นการจำหน่ายและมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ที่จำหน่ายนั้นสูงกว่า ให้ใช้มูลค่าตามบัญชี

ทั้งนี้ การประเมินค่าสินทรัพย์เพื่อคำนวณขนาดรายการให้ใช้ตัวเลขตามงบการเงินหรืองบการเงินรวมฉบับตรวจสอบล่าสุด แล้วปรับปรุงด้วยรายการหลังวันที่ในงบการเงินจนถึงวันที่ทำรายการ

3.3.5 การเปลี่ยนแปลงมูลค่ารายการและการนับรวมรายการในประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์อาจพิจารณาเปลี่ยนแปลงมูลค่ารายการและนับรวมรายการที่เกิดขึ้น ภายใต้หลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

1) การเปลี่ยนแปลงมูลค่ารายการในประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์อาจพิจารณาเปลี่ยนแปลงมูลค่าของรายการ โดยอาจนับหรือไม่นับรายการบางรายการก็ได้ หากเกิดเหตุการณ์ตามข้อ 11 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

“ข้อ 11 ตลาดหลักทรัพย์อาจเปลี่ยนแปลงมูลค่ารายการ โดยตลาดหลักทรัพย์อาจนับหรือไม่นับมูลค่าของรายการบางรายการตามงบการเงินเป็นมูลค่าที่ใช้ในการเปรียบเทียบได้ ในกรณีใดกรณีหนึ่งดังต่อไปนี้

(1) บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยมีสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนมีจำนวนอย่างมีนัยสำคัญ

(2) งบการเงินที่ใช้ในการพิจารณาขนาดของรายการมิได้แสดงมูลค่าที่แท้จริงของธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยเนื่องจากลักษณะพิเศษของธุรกิจนั้น

(3) ผู้สอบบัญชีของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยไม่แสดงความเห็น หรือแสดงความเห็นอย่างมีเงื่อนไขต่องบการเงิน”

จากหลักเกณฑ์ข้างต้น จะเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์สามารถใช้ดุลพินิจในการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของรายการได้ หากเกิดเหตุการณ์ที่มีความน่าสงสัยปรากฏขึ้นในงบการเงินหรือหมายเหตุประกอบงบการเงิน

2) การนับรวมรายการในประเทศไทย

2.1) การนับรวมรายการสำหรับรายการประเภทที่ 1-4

ตลาดหลักทรัพย์สามารถใช้หลักเกณฑ์ตามข้อ 12 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ เป็นแนวทางในการนับรวมรายการสำหรับรายการประเภท 1-4 ได้ดังนี้

“ข้อ 12 ตลาดหลักทรัพย์อาจพิจารณานับรวมรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์หลายรายการเป็นรายการเดียวกันเพื่อเปรียบเทียบมูลค่าของรายการตามข้อ 4 หากปรากฏว่ารายการดังกล่าวทำขึ้นโดยมีเจตนาแยกเป็นหลายรายการเพื่อเลี่ยงการปฏิบัติหน้าที่ใดๆ ตามประกาศนี้

การพิจารณานับรวมรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ตามวรรคหนึ่งให้รวมถึงรายการดังต่อไปนี้

(1) รายการที่เกิดขึ้นในระหว่าง 6 เดือนก่อนวันที่มีการตกลงเข้าทำรายการ ทั้งนี้ ยกเว้นเป็นรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นแล้ว

(2) รายการที่เกี่ยวข้องกันกับการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการหรือการรวมกิจการ หรือเป็นผลที่ตามมาของการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการหรือการรวมกิจการ”

จากหลักเกณฑ์ข้างต้น จะเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจในการนับรวมรายการที่เกิดขึ้นในระหว่าง 6 เดือนก่อนวันที่มีการตกลงเข้าทำรายการ ในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนมีเจตนาแยกรายการเพื่อหลบเลี่ยงไม่ให้เกิดการคำนวณตามหลักเกณฑ์การพิจารณามูลค่าของรายการถูกจัดเป็นรายการประเภทที่ตนเองไม่ต้องการ เนื่องจากบริษัทดังกล่าวอาจมีแรงจูงใจที่ไม่ต้องการปฏิบัติตามหน้าที่ที่กำหนดไว้ในรายการนั้นๆ ก็ได้

2.2) การนับรวมรายการเฉพาะกรณีรายการประเภทที่ 4

ตลาดหลักทรัพย์ใช้หลักเกณฑ์ตามข้อ 21 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ เป็นแนวทางในการนับรวมรายการในกรณีที่เห็นว่าเป็นรายการประเภทที่ 4 ได้ดังต่อไปนี้

“ข้อ 21 ตลาดหลักทรัพย์อาจพิจารณาับรวมรายการต่างๆ ที่เกิดขึ้นในระหว่าง 12 เดือน ก่อนวันที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยมีการได้มาซึ่งสินทรัพย์เป็นรายการเดียวกัน เพื่อเปรียบเทียบมูลค่าของรายการได้”

จากการพิจารณาถึงหลักเกณฑ์ข้างต้น พบว่าในกรณีที่ตลาดหลักทรัพย์เห็นว่ารายการที่ทำอาจจัดเป็นรายการประเภทที่ 4 หรือรายการที่ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจในการใช้ดุลพินิจนับรวมรายการต่างๆ ที่เกิดขึ้นย้อนหลังได้ถึง 12 เดือน ซึ่งมากกว่าระยะเวลา 6 เดือนในกรณีที่นับรวมรายการย้อนหลังสำหรับรายการทั่วไป คือ รายการประเภทที่ 1-4 โดยการกำหนดหลักเกณฑ์นับรวมรายการย้อนหลังสำหรับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมที่มีความเคร่งครัดมากกว่ารายการประเภทอื่นนั้น อาจเป็นเพราะตลาดหลักทรัพย์ไม่ต้องการให้บริษัทจดทะเบียนหลบเลี่ยงหน้าที่ในการยื่นคำขอให้พิจารณารับหลักทรัพย์ใหม่ด้วยการวางแผนแยกรายการล่วงหน้าไว้เป็นระยะเวลายาวนาน ซึ่งการพิจารณาคูณสมบัติของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนภายใต้คำขอให้พิจารณารับหลักทรัพย์ใหม่ถือเป็นมาตรการที่มีความสำคัญในการปกป้องผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนจากการเข้าสวมสิทธิในบริษัทจดทะเบียนโดยบริษัทที่ไม่มีคุณภาพนอกตลาดหลักทรัพย์

3.4 การดำเนินการในกรณีที่ทำการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

3.4.1 แนวคิดเกี่ยวกับการดำเนินการในกรณีที่เข้าทำการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

การดำเนินการในกรณีที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย อยู่ภายใต้แนวคิดที่ว่าต้องปฏิบัติตามการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเช่นเดียวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ดังนั้นเมื่อมีการเข้าทำธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแล้ว นอกจากบริษัทจดทะเบียนจะมีหน้าที่ต้องขออนุมัติการเข้าทำการจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นแล้ว บริษัทจดทะเบียนยังต้องดำเนินการเสมือนเป็นผู้ที่เข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์รายใหม่ด้วยการยื่นขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ โดยบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นเจ้าของสินทรัพย์ใหม่ที่ถูกซื้อเข้ามาจะต้องผ่านเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ใหม่ ทั้งนี้แนวคิดดังกล่าวเกิดขึ้นภายใต้จุดประสงค์ที่สำคัญคือ การควบคุมคุณภาพของ

บริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ เพื่อป้องกันนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไม่ให้เกิดความเสียหายจากการซื้อหุ้นของบริษัทที่ไม่มีคุณภาพที่อาจถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ หากในอนาคตบริษัทดังกล่าวไม่สามารถรักษาผลการดำเนินงานให้อยู่ในระดับที่สามารถคงสถานะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้

3.4.2 การดำเนินการก่อนและหลังเข้าทำรายการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

เมื่อสามารถจำแนกรายการเป็นประเภทต่างๆ โดยเกณฑ์ที่ถูกต้องแล้ว แนวทางการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนมี 4 ขั้นตอน ได้แก่ ขั้นตอนก่อนการเข้าทำรายการ บริษัทจดทะเบียนจะต้อง (1) ขออนุมัติการเข้าทำรายการจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยมติพิเศษ และ (2) ยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์จะตรวจสอบคุณสมบัติของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเช่นเดียวกับการเข้าจดทะเบียนทางตรงกับตลาดหลักทรัพย์ ส่วนขั้นตอนภายหลังการเข้าทำรายการนั้น บริษัทจดทะเบียนจะต้อง (3) แจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ถึงการเข้าทำรายการ และ (4) ทำหนังสือเวียนแจ้งให้ผู้ถือหุ้นให้ทราบถึงการเข้าทำรายการ

ซึ่งการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมนั้น ถือเป็นกรเข้าทำรายการประเภทที่ 4 ที่ต้องดำเนินการให้ครบถ้วนทั้ง 4 ขั้นตอน ส่วนการเข้าทำรายการประเภทที่ 1-3 ในกรณีที่ได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีระดับความสำคัญพอสมควร ก็มีขั้นตอนบางประการต้องทำเช่นกัน ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

การดำเนินการ	ประเภทของรายการที่ได้มาซึ่งสินทรัพย์			
	ประเภทที่ 1	ประเภทที่ 2	ประเภทที่ 3	ประเภทที่ 4
แจ้งตลาดหลักทรัพย์	✓	✓	✓	✓
ทำหนังสือเวียนแจ้งผู้ถือหุ้น	✓	✓		✓
ขออนุมัติจากผู้ถือหุ้น***	✓			✓
ยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่				✓

*หมายเหตุ**** ขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนได้เสียด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง และแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงิน เพื่อแสดงความเห็นเกี่ยวกับราคายุติธรรมและความสมเหตุสมผลของรายการต่อกรรมการอิสระ และผู้ถือหุ้น

ตารางที่ 5 การดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนตามรายการประเภทต่างๆ ในประเทศไทย

จากตารางข้างต้น จะเห็นว่าในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนเข้าทำรายการประเภทที่ 4 อันถือว่าเป็นการนำบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม กรณีดังกล่าวบริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่ต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์และขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนได้เสียด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงก่อนที่จะเข้าทำรายการดังกล่าวโดยไม่ชักช้า⁵ รวมถึงต้องแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์และทำหนังสือเวียนแจ้งผู้ถือหุ้นภายหลังจากเข้าทำรายการดังกล่าว⁶

3.5 คุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

หลักเกณฑ์การยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) มีดังนี้⁷

เกณฑ์	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ	หมายเหตุ
1. จำนวนหุ้นที่เสนอขายต่อประชาชน	กรณีที่ทุนน้อยกว่า 500 ล้านบาท จำนวนหุ้นไม่น้อยกว่า 15%	จำนวนหุ้นไม่น้อยกว่า 15%	*บริษัทจดทะเบียนเดิม
	กรณีที่ทุนไม่น้อยกว่า 500 ล้านบาท จำนวนหุ้นไม่น้อยกว่า 10% หรือ มีมูลค่าหุ้นสามัญไม่น้อยกว่า 75 ล้านบาท แล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่า		
2. การกระจายหุ้นรายย่อย	จำนวนผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่า 1,000 ราย	จำนวนผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่า 300 ราย	
	จำนวนหุ้นไม่น้อยกว่า 25 % ของทุนชำระแล้ว	จำนวนหุ้นไม่น้อยกว่า 20 % ของทุนชำระแล้ว	
3. ทุนชำระแล้ว	ไม่น้อยกว่า 300 ล้านบาท	ไม่น้อยกว่า 20 ล้านบาท แต่ไม่น้อยกว่า 300 ล้านบาท	*บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน
4. ส่วนของผู้ถือหุ้น	ไม่น้อยกว่า 300 ล้านบาท	ไม่น้อยกว่า 20 ล้านบาท	
5. ผลการดำเนินงาน	ดำเนินงานต่อเนื่องไม่น้อยกว่า 3 ปี	ดำเนินงานต่อเนื่องไม่น้อยกว่า 2 ปี	
	ภายใต้ผู้บริหารชุดเดียวกัน 1 ปี	ภายใต้ผู้บริหารชุดเดียวกัน 1 ปี	

⁵ ข้อ 22 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์

⁶ ข้อ 20 วรรคท้ายของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์

⁷ ศุภชัย ศรีสุชาติ, ตลาดหุ้นในประเทศไทย (กรุงเทพมหานคร: บุญศิริการพิมพ์, 2547). หน้า

เกณฑ์	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ	หมายเหตุ
	กำไร 2-3 ปีล่าสุดมากกว่า 50 ล้านบาท กำไรปีล่าสุดมากกว่า 30 ล้านบาท	กำไรปีล่าสุดเป็นบวก	
6. ผู้บริหารและผู้ มีอำนาจควบคุม	ตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด		*บริษัทหลัง ทำรายการ
7. การกำกับดูแล และ ควบคุม ภายใน	ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน		
8. ระยะเวลาห้าม ขายหุ้น (Silent Period)	ผู้ถือหุ้นที่มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholders) ห้ามขาย หุ้นของตน 55% ของทุนชำระแล้วภายใน 1 ปี (ทยอยขายได้ 25% ของหุ้นที่ ห้ามขายเมื่อครบ 6 เดือน)		*ผู้ถือหุ้นกลุ่ม ใหม่

ตารางที่ 6 หลักเกณฑ์การยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและ
ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ

3.6 ขั้นตอนการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

ขั้นตอนการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมตามรายการประเภทที่ 4 มี
ขั้นตอนใหญ่ๆ 4 ขั้นตอน โดยขั้นตอนที่ 1-2 บริษัทจดทะเบียนต้องดำเนินการก่อนเข้าทำรายการซื้อ
สินทรัพย์ และขั้นตอนที่ 3-4 บริษัทจดทะเบียนต้องดำเนินการภายหลังการเข้าทำรายการซื้อ
สินทรัพย์ ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้⁸

⁸ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, คู่มือเบื้องต้นการปรับโครงสร้างของบริษัทจดทะเบียน
[ออนไลน์], 2552. แหล่งที่มา www.set.or.th/th/regulations/supervision/listed_download_p1.html

* หมายเหตุ การประชุมผู้ถือหุ้นลงคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง (ไม่นับผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย) โดยส่งเอกสารล่วงหน้า 14 วัน ได้แก่ หนังสือเชิญประชุม และความเห็นที่ปรึกษาการเงินอิสระ

ภาพที่ 12 ขั้นตอนการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย
(บริษัทจดทะเบียนต้องดำเนินการตามลำดับหมายเลข 1-4)

3.7 วิเคราะห์กรณีศึกษาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

กรณีศึกษาที่ 1 บริษัท อापิโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) เข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัท แพริช สตาร์คเจอร์ล โปรดักส์ (ประเทศไทย) จำกัด ด้วยการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน โดยไม่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมภายหลังการซื้อสินทรัพย์⁹

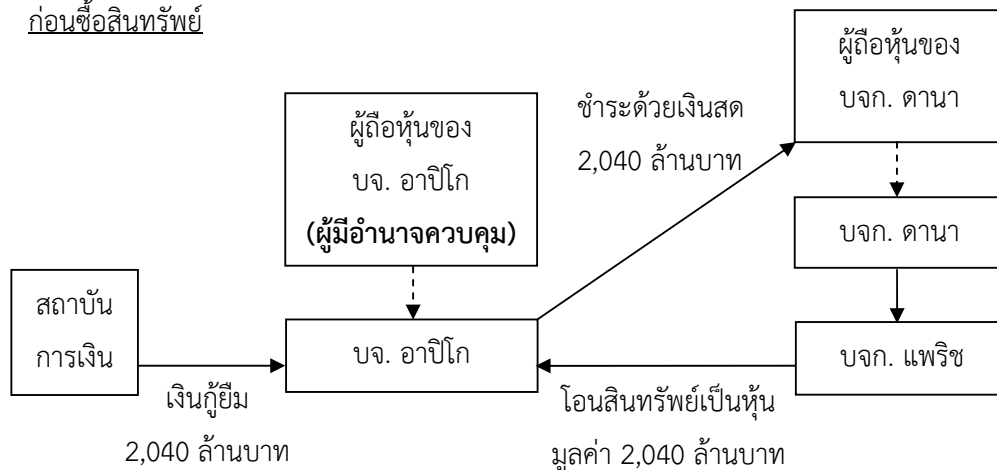
บริษัท อापิโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน) (“บจ.อาปิโก”) เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบธุรกิจผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ ได้เข้าซื้อหุ้นทั้งหมด 100% ของบริษัท แพริช สตาร์คเจอร์ล โปรดักส์ (ประเทศไทย) จำกัด (“บจก.แพริช”) โดยเมื่อวันที่ 20 พฤษภาคม พ.ศ. 2546 บจ.อาปิโก ได้เข้าทำสัญญาซื้อขายหุ้นกับบริษัท ดานา คอร์ปอเรชั่น จำกัด

⁹ คณะกรรมการพัฒนากฎหมาย สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา, รายงานการวิจัยเรื่องกฎหมาย ระเบียบต่างๆ และกฎหมายภาษีที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียน [ออนไลน์], 2552. แหล่งที่มา www.lawreform.go.th

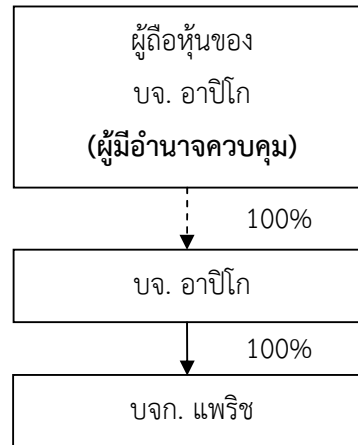
(“บจก.ดانا”) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ใน บจก. แพริช โดยการเข้าทำสัญญาซื้อขายหุ้นดังกล่าวก็เพื่อให้ได้หุ้นทั้งหมด 100% ของ บจก.แพริช ซึ่งประกอบธุรกิจด้านการผลิตชิ้นส่วนโครงสร้างรถกระบะ โดยมูลค่าการซื้อขายหุ้นคิดเป็นจำนวนสูงถึง 2,040,150,000 บาท บจ.อาปิโก จึงใช้วิธีการซื้อหุ้นโดยกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน หรือที่เรียกว่า “การเข้าซื้อกิจการโดยการก่อหนี้” (Leverage Buy-out) โดย บจ.อาปิโก ตกลงที่จะนำหุ้นทั้งหมด 100% ใน บจก.แพริช มาจำนำกับสถาบันการเงินผู้ให้กู้เพื่อเป็นหลักประกันการชำระหนี้ รวมถึง บจ.อาปิโก ได้ดำเนินการขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อทำการออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท โดยนำหุ้นเพิ่มทุนดังกล่าวมาชำระคืนเงินกู้ยืมบางส่วนด้วย

จากการเข้าซื้อสินทรัพย์ดังกล่าว บจ.อาปิโก ต้องปฏิบัติตามประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องหลักเกณฑ์ วิธีการ และการเปิดเผยเกี่ยวกับการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน (“ประกาศตลาดหลักทรัพย์”) ซึ่งจากข้อเท็จจริงปรากฏว่าการที่ บจ.อาปิโก ได้มาซึ่งหุ้นในจำนวนดังกล่าวถือว่าการได้มาซึ่งสินทรัพย์ตามรายการประเภทที่ 4 ของประกาศตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งถือเป็นการนำสินทรัพย์ที่ได้มานั้นเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม เนื่องจากเมื่อคำนวณมูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนแล้ว รายการที่ บจ.อาปิโก ได้มานั้นมีขนาดสูงถึง 192% ซึ่งใหญ่เกิน 100% ของสินทรัพย์ที่ บจ.อาปิโกมีอยู่ จึงเป็นผลให้ บจ. อาปิโก ต้องมีหน้าที่ดำเนินการต่าง ๆ ได้แก่ จัดทำรายงานและเปิดเผยการได้มาซึ่งสินทรัพย์ แจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ถึงการเข้าทำรายการขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนได้เสียโดยต้องได้รับคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของคะแนนเสียงของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง นอกจากนี้ บจ. อาปิโก ต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งหลักทรัพย์ใหม่ที่เป็นสินทรัพย์ของ บจก. แพริช นั้นต้องมีคุณสมบัติเหมาะสมที่จะเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยผ่านเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียน โดยในที่สุดตลาดหลักทรัพย์ก็ได้อนุญาตให้รับหุ้นของบริษัท แพริช ดังกล่าวเข้ามาเป็นหลักทรัพย์ใหม่

ก่อนซื้อสินทรัพย์



หลังซื้อสินทรัพย์



ภาพที่ 13 โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจาก บจ. อาปิโก กู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเพื่อซื้อสินทรัพย์ของ บจก. แพริช

วิเคราะห์กรณีศึกษาที่ 1

จากกรณีที่ บจ.อาปิโก เข้าซื้อสินทรัพย์ของ บจก. แพริช เพื่อขยายจากธุรกิจผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ไปยังธุรกิจผลิตชิ้นส่วนโครงสร้างกระเบ จะเห็นว่า บจ.อาปิโก ไม่มีเจตนาที่จะนำสินทรัพย์ที่ซื้อจาก บจก. แพริช ซึ่งเป็นบริษัทนอกตลาด เพื่อเข้ามาจดทะเบียนแทนธุรกิจเดิมของ บจ.อาปิโก เพราะจากข้อเท็จจริงพบว่า บจ.อาปิโก ได้กู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเพื่อเข้าซื้อสินทรัพย์ของ บจก. แพริช และได้ออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อนำเงินเพิ่มทุนดังกล่าวมาชำระคืนเงินกู้ยืมบางส่วน ซึ่งวิธีการดังกล่าวทำให้สัดส่วนการถือหุ้นใน บจ.อาปิโก ไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก เนื่องจากการชำระค่าสินทรัพย์ให้ บจก. แพริช เป็นการชำระด้วยเงินสดที่ได้รับจากการกู้ยืมเงิน ไม่ใช่การชำระด้วยหุ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมของ บจ.อาปิโก ก็ยังมีอำนาจควบคุมอยู่เช่นเดิม นอกจากนี้สินทรัพย์ของ บจก. แพริช ที่ซื้อเข้ามาก็เป็นธุรกิจที่มีความคล้ายคลึงกันและส่งเสริมธุรกิจเดิมของ บจ.อาปิโก ดังนั้นการที่ บจ.อาปิโก ซื้อสินทรัพย์ของ บจก. แพริช แม้ว่าจะเป็นการซื้อกิจการที่มีขนาดใหญ่กว่ากิจการเดิมของผู้ซื้อ แต่ก็ไม่ใช่การซื้อโดยมีเจตนาที่จะนำสินทรัพย์ใหม่เข้ามาแทนที่สินทรัพย์เดิมในลักษณะของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

แต่เนื่องจากหลักเกณฑ์ดังกล่าวต้องการให้สินทรัพย์ใหม่ผ่านเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียน ในกรณีที่มีการซื้อสินทรัพย์นั้นถูกถือว่าการทำรายการเพื่อเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม การทำรายการนี้ของ บจ.อาปิโก จึงต้องหาบริษัทที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามเกณฑ์ของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งเป็นต้นทุนทางธุรกรรมในการทำรายการของทั้งบริษัทจดทะเบียน

ทะเบียนและบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ แม้ว่า บจ.อาบีโก ไม่มีเจตนาที่จะทำรายการเพื่อนำสินทรัพย์ของบริษัทอื่นเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมก็ตาม ดังนั้นในกรณีนี้ หลักเกณฑ์ในการนำขนาดของสินทรัพย์มาพิจารณาว่ารายการใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม จึงสร้างอุปสรรคต่อบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการเข้าซื้อสินทรัพย์เพื่อขยายกิจการ

กรณีศึกษาที่ 2 บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค จำกัด เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียนเดิม คือ บริษัท แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ แอนด์เคมีเคิล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน) ช่วยให้บริษัทจดทะเบียนเดิมสามารถออกจากกลุ่มฟื้นฟูกิจการ และกลับมาซื้อขายในตลาดเอ็มเอไอได้อีกครั้งในชื่อบริษัทจดทะเบียนใหม่ คือ บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ จำกัด (มหาชน)¹⁰

บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค จำกัด (“บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค”) จดทะเบียนจัดตั้งเมื่อวันที่ 5 มกราคม พ.ศ. 2550 ด้วยทุนจดทะเบียน 20 ล้านบาท ดำเนินธุรกิจเป็นผู้นำเข้า คัดแยกขนาด และจัดจำหน่ายถ่านหินบิทูมินัส (Bituminous) แก่ผู้ใช้ถ่านหินทั้งภายในและภายนอกประเทศ โดยเป็นการนำเข้าเองโดยตรงจากเหมืองถ่านหินของประเทศอินโดนีเซีย ต่อมาในเดือนเมษายน พ.ศ. 2550 เริ่มเปิดดำเนินการโรงงานคัดแยกขนาดถ่านหินที่ อำเภอ ศรีราชา จังหวัด ชลบุรี และ บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค ได้เพิ่มทุนจดทะเบียนจาก 20 ล้านบาท เป็น 160 ล้านบาท ในเดือนกันยายน พ.ศ. 2551

บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค ได้เข้าซื้อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีปัญหาทางธุรกิจในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ (REHABCO) คือ บริษัท แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ แอนด์เคมีเคิล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน) (“บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์”) ซึ่งอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสี โดยตลาดหลักทรัพย์ได้ขึ้นเครื่องหมาย “SP” (Trading suspension) เพื่อห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ของ บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ ตั้งแต่วันที่ 14 พฤศจิกายน พ.ศ. 2548 เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดมาตรการสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ (REHABCO) โดยจะขึ้นเครื่องหมาย SP ทั้งนี้ หากบริษัทจดทะเบียนมีส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าศูนย์ หรือมีผลการดำเนินงานขาดทุนสุทธิ หลังปรับปรุงรายได้หรือค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการดำเนินธุรกิจปกติของบริษัท เมื่อวันที่ 3 กรกฎาคม พ.ศ. 2549 ตลาดหลักทรัพย์ได้ถอนหลักทรัพย์ของ บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ ออกจากกระดานซื้อขาย และให้ย้ายไปอยู่ในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่แก้ไขการดำเนินงานไม่ได้ตามกำหนด หรือกลุ่ม NPG (Non-Performing Group)

¹⁰ หุ่นอินไซด์, EARTH พุ่งติดจรวด [ออนไลน์], 2554. แหล่งที่มา www.hooninside.com/index.php?option=com_content&view=article&id=48311:earth-&catid=73:2010-09-01-09-35-22

บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค เข้าซื้อ บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ โดยมีรายละเอียดคือ เมื่อวันที่ 2 ธันวาคม พ.ศ. 2553 ที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของ บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ ได้มีมติอนุมัติในวาระที่สำคัญต่างๆดังต่อไปนี้

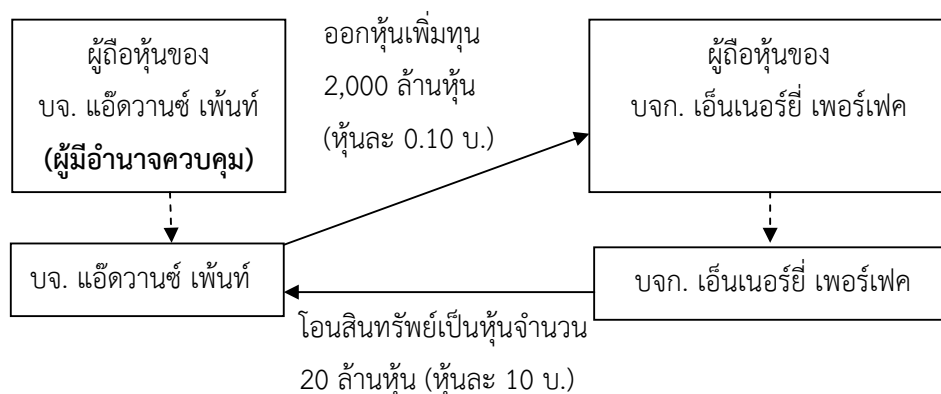
(1) บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ เข้าซื้อหุ้นสามัญของ บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค จำนวน 20,000,000 หุ้น ราคาหุ้นละ 10 บาท ด้วยวิธีการแลกหุ้น คิดเป็นมูลค่ารวม 200 ล้านบาท โดยเมื่อเทียบกับมูลค่าหลักทรัพย์ทั้งหมดของ บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ ที่ออกจำหน่ายและชำระแล้วประมาณ 22 ล้านบาท ทำให้ บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ เข้าทำรายการซื้อสินทรัพย์ที่มีขนาดร้อยละ 898 ของสินทรัพย์เดิมของตนเองตามเกณฑ์มูลค่าหุ้นทุน ซึ่งถือเป็นการทำรายการประเภทที่ 4 อันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

(2) บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ เพิ่มทุนจดทะเบียนจำนวน 2,000,000,000 หุ้น เพื่อจัดสรรให้กับผู้ถือหุ้นของ บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค ในราคาหุ้นละ 0.10 บาท ตามเงื่อนไขการเข้าซื้อหุ้นสามัญของ บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค จำนวน 20,000,000 หุ้น คิดเป็นอัตราแลกเปลี่ยนหุ้นเท่ากับ 1 หุ้นของ บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค ต่อ 100 หุ้นใหม่ของบริษัท ทำให้ บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ มีทุนจดทะเบียนที่ออกและชำระแล้วจำนวน 2,222,712,675 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท และ บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ ได้กลายเป็นผู้ถือหุ้นใน บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค ด้วยสัดส่วนร้อยละ 99.99

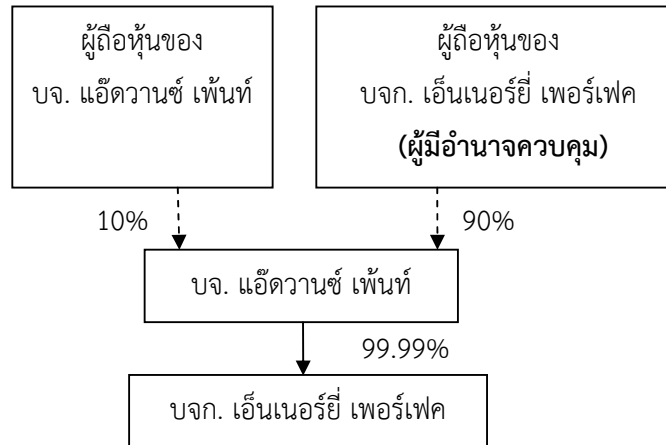
(3) บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ โอนทรัพย์สิน ซึ่งได้แก่ ที่ดิน อาคารโรงงาน เครื่องจักร และอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจทั้งหมด เพื่อชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ของบริษัทรายหนึ่ง

โดย ณ วันที่ 13 ธันวาคม พ.ศ. 2553 บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ ได้ปฏิบัติตามมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นในประเด็นที่ (1), (2) และ (3) ข้างต้นแล้ว รวมถึงประเด็นอื่นๆตามมติอนุมัติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่จัดขึ้นเมื่อวันที่ 2 ธันวาคม 2553 เป็นที่เรียบร้อยแล้ว

ก่อนซื้อสินทรัพย์



หลังซื้อสินทรัพย์



ภาพที่ 14 โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจาก บจก. เอ็นเนอร์ยี เพอร์เฟค เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่าน บจ. แอ็ดวานซ์ เฟ้นท์

หลังจาก บจก. เอ็นเนอร์ยี เพอร์เฟค จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมสำเร็จภายใต้ชื่อ บริษัท เอ็นเนอร์ยี เอิร์ธ จำกัด (มหาชน) (“บจ.เอ็นเนอร์ยี เอิร์ธ”) ทำให้โครงสร้างการประกอบธุรกิจของ บจ.เอ็นเนอร์ยี เอิร์ธ เป็นการประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้น (Holding Company) โดยมี บจก. เอ็นเนอร์ยี เพอร์เฟค เป็นบริษัทแกน ซึ่งประกอบธุรกิจนำเข้าและจำหน่ายถ่านหินทั้งในและต่างประเทศ โดย บจ.เอ็นเนอร์ยี เอิร์ธ ถือหุ้นใน บจก. เอ็นเนอร์ยี เพอร์เฟค ร้อยละ 99.99 หลังจากนั้น บจ.เอ็นเนอร์ยี เอิร์ธ ได้ตัดธุรกิจสีทาอาคาร สีอุตสาหกรรม และผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับสีทิ้งไป* เหลือแต่ทำธุรกิจถ่านหินเพียงอย่างเดียว ซึ่งการกระทำดังกล่าวส่งผลให้ บจ.เอ็นเนอร์ยี เอิร์ธ มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นและโครงสร้างการประกอบธุรกิจอย่างมีสาระสำคัญ

บจ. เอ็นเนอร์ยี เอิร์ธ ได้ดำเนินการตามมติผู้ถือหุ้นดังกล่าว รวมถึงทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ตามข้อกำหนดของสำนักงาน ก.ล.ต. ต่อมา บจ.เอ็นเนอร์ยี เอิร์ธ ได้ยื่นคำขอพ้นเหตุอาจถูกเพิกถอนจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน¹¹ และขอย้ายกลับไปซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ โดยแสดงให้เห็นตลาดหลักทรัพย์เห็นดังต่อไปนี้

(1) บจ. เอ็นเนอร์ยี เอิร์ธ มีกำไรสุทธิจากการดำเนินงานเป็นเวลา 1 ปีก่อนยื่นคำขอ ซึ่งพิจารณาจากงบการเงินในปี พ.ศ. 2553 เท่ากับ 70.78 ล้านบาท และมีส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันที่

* ธุรกิจสี ได้แก่ “Seven Stars”, “New Confident” และ “Climate Guard”

¹¹ ข้อ 11 ของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ เรื่อง การเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2542

31 ธันวาคม พ.ศ. 2553 เท่ากับ 339.52 ล้านบาท รวมทั้งสามารถแสดงได้ว่าบริษัทมีฐานะการเงินและผลการดำเนินงานที่มั่นคงตามสภาพธุรกิจของบริษัทอย่างต่อเนื่อง

(2) บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค ซึ่งเป็นบริษัทแกนของ บจ.เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ มีกำไรสุทธิจากการดำเนินงานเป็นเวลา 1 ปี ก่อนยื่นคำขอ ซึ่งพิจารณาจากงบการเงินในปี พ.ศ. 2553 เท่ากับ 70.88 ล้านบาท และ ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2553 มีทุนชำระแล้วเท่ากับ 200 ล้านบาท และมีส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 303.52 ล้านบาท รวมทั้งสามารถแสดงได้ว่า บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค มีฐานะการเงินและผลการดำเนินงานที่มั่นคงตามสภาพธุรกิจของบริษัทอย่างต่อเนื่อง

(3) ผู้ถือหุ้นที่มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholders) ของบริษัท ซึ่งได้แก่ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม กรรมการและผู้บริหารของบริษัท ซึ่งถือหุ้นรวมกัน 1,222.49 ล้านหุ้น คิดเป็นร้อยละ 55 ของทุนชำระแล้ว ได้ให้คำรับรองต่อตลาดหลักทรัพย์ว่าจะไม่ขายหลักทรัพย์ดังกล่าวออกภายใน 1 ปี (Silent Period) นับแต่วันที่หลักทรัพย์ของ บจ.เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ กลับมาทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ โดยได้รับการผ่อนผันให้เมื่อครบกำหนด 6 เดือน สามารถทยอยขายหลักทรัพย์ดังกล่าวได้ในจำนวนร้อยละ 25 ของจำนวนหลักทรัพย์ที่ถูกห้ามขาย

นอกจากนี้ไตรมาสแรกของปี 2554 นั้น บจ.เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ มีรายได้จากการขาย 879.79 ล้านบาท กำไรสุทธิ 62.42 ล้านบาท เทียบกับงวดเดียวกันของปีก่อน มีรายได้จากการขาย 313.38 ล้านบาท กำไรสุทธิ 7.87 ล้านบาท ซึ่งแสดงให้เห็นว่า บจ.เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ มีคุณสมบัติครบถ้วนในการเป็นบริษัทจดทะเบียน

ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงได้อนุญาตให้หลักทรัพย์ของ บจ.เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ กลับมาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอได้อีกครั้งตั้งแต่วันที่ 18 พฤษภาคม พ.ศ. 2554

วิเคราะห์กรณีศึกษาที่ 2

จากกรณีศึกษาของหลักทรัพย์จดทะเบียน บจ.เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ พบว่าบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน คือ บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค มีต้นทุนที่เป็นเงินและเวลาที่เสียไป ดังต่อไปนี้

(1) การแลกหุ้นดังกล่าว ส่งผลให้ บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ กลายเป็นบริษัทผู้ถือหุ้น (Holding Company) ของ บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค (บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ ถือหุ้นใน บจก. เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค ด้วยสัดส่วนร้อยละ 99.99) โดยผู้ถือหุ้นเดิมของ บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ มีสัดส่วนการถือหุ้นเหลืออยู่ใน บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ ประมาณร้อยละ 10 หรือประมาณ 222 ล้านหุ้น ซึ่งราคาขายหุ้นของ บจ.เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ เมื่อกลับมาซื้อขายวันแรก (วันที่ 18 พฤษภาคม พ.ศ. 2554) คือ 2.20 บาท โดยเพิ่มขึ้น 1.60 บาท จากราคาเดิมคือ 0.60 บาท ดังนั้นต้นทุนธุรกรรมส่วนนี้ คือ ค่าเสียโอกาสจากส่วนต่างของกำไรที่สามารถขายออกได้ทันทีในวันแรก คือ 1.60 บาท โดยจำนวนหุ้น

ที่ผู้ถือหุ้นเดิมของ บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ ถืออยู่ประมาณ 222 ล้านหุ้น ดังนั้นต้นทุนค่าเสียโอกาสจากส่วนต่างกำไรจึงคิดเป็นมูลค่าประมาณ 355.2 ล้านบาท ซึ่งถือว่าเป็นต้นทุนที่สูงมาก

(2) นับตั้งแต่วันที่ 2 ธันวาคม พ.ศ. 2553 ที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นของ บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ ได้มีมติอนุมัติให้ทำธุรกรรมการซื้อขายอันเกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมจนถึงวันที่ 18 พฤษภาคม พ.ศ. 2554 ซึ่งเป็นวันที่หลักทรัพย์ได้กลับมาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ใช้เวลามากกว่า 6 เดือน ซึ่งถือเป็นระยะเวลาที่ค่อนข้างนาน และใกล้เคียงกับระยะเวลาในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง

จากต้นทุนดังกล่าว สะท้อนให้เห็นว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในปัจจุบันเป็นช่องทางที่มีต้นทุนสูง อันเนื่องมาจากลักษณะทางธุรกรรมและระเบียบกฎเกณฑ์ทางกฎหมายที่ต้องใช้เวลาดำเนินการ

ดังนั้นจึงอาจสรุปได้ว่ากฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในปัจจุบันไม่ได้ส่งเสริมให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนต้องการเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ในช่องทางดังกล่าว โดยบริษัทที่มีคุณสมบัติพร้อมที่จะเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์อาจพิจารณาเลือกที่จะเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ทำให้ได้รับเงินที่ระดมทุนจากการเสนอขายหุ้นครั้งแรกต่อประชาชน ซึ่งหากว่าบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่มีคุณสมบัติครบถ้วนไม่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ย่อมส่งผลเสียต่อบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟื้นฟูกิจการที่ต้องการโอกาสอยู่รอดในตลาดหลักทรัพย์ด้วยการเปิดโอกาสให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาควมรวมกิจการ ในกรณีของ บจ. แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ นั้น มีนักลงทุนกว่า 1,800 ราย ที่ติดค้างถือหุ้นอยู่ เมื่อหุ้นกลับเข้ามาซื้อขายได้อีกครั้ง ก็ส่งผลดีต่อนักลงทุนกว่า 1,800 รายดังกล่าว

กรณีศึกษาที่ 3 ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท ทราก้อน วัน จำกัด สามารถขายหุ้นเพื่อทำกำไรได้ ภายหลังจากการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียนเดิม คือ บริษัท ไดอาน่า ดีพาร์ทเมนท์สโตร์ จำกัด (มหาชน)¹²

บริษัท ไดอาน่า ดีพาร์ทเมนท์สโตร์ จำกัด (มหาชน) (“บจ. ไดอาน่า”) เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ประกอบธุรกิจค้าปลีกประเภทห้างสรรพสินค้า โดยเปิดดำเนินการอยู่ 3 สาขาในจังหวัดปัตตานี ได้แก่ สาขาศรีภูวนารถ สาขาปัตตานี และสาขาถนนอุดมวิถีมียรายได้หลักมาจากการขายสินค้า และมีรายได้อื่นจากการให้เช่าพื้นที่ และการให้บริการใช้พื้นที่ ซึ่ง

¹² บีบีซีเน็ต, D1 เปิดแผนลงทุนใหม่ ลุยไอที-ฟุ้ง Q3 โภจรายได้ [ออนไลน์], 2552. แหล่งที่มา bbznet.pukpik.com/scripts2/view.php?user=khonthai2&board=1&id=38&c=1&order=numreply

ในไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ. 2549 บจ. ไดอาน่า มีรายได้ทั้งสิ้น 151 ล้านบาท และมีกำไรจากการดำเนินงานเท่ากับ 1.1 ล้านบาท คิดเป็นกำไรต่อหุ้นเท่ากับ 0.0088 บาทต่อหุ้น บจ. ไดอาน่า มีผลประกอบการขาดทุนอย่างต่อเนื่องหลายปี ทำให้ราคาหุ้นตกต่ำอยู่ที่ประมาณ 0.50 บาทมายาวนาน ต่อมาในเดือนกรกฎาคม 2549 บจ. ไดอาน่า ได้เข้าทำรายการซื้อสินทรัพย์ของบริษัท ดราก้อน วัน จำกัด (“บจก. ดราก้อน วัน”) ซึ่งเป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้น (Holding Company) และไม่ได้ดำเนินธุรกิจประเภทใดเป็นหลัก โดย บจ. ไดอาน่า เข้าซื้อสินทรัพย์ของ บจก. ดราก้อน วัน ด้วยวิธีการแลกหุ้นระหว่างผู้ถือหุ้นเดิมของทั้ง 2 บริษัท โดยการแลกหุ้นดังกล่าว ทำให้ผู้ถือหุ้นของ บจก. ดราก้อน วัน ได้หุ้นของ บจ. ไดอาน่า จำนวน 97 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท ในราคาหุ้นละ 0.408 บาทต่อหุ้น ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 74.62% ของทุนจดทะเบียน 130 ล้านบาท แล้วผู้ถือหุ้นของ บจก. ดราก้อน วัน ก็ได้ทำคำเสนอซื้อ (Tender Offer) หุ้นของ บจ. ไดอาน่า ที่เหลืออยู่ทั้งหมดอีก 32 ล้านหุ้น ในราคา 0.408 บาทต่อหุ้น ตั้งแต่วันที่ 14 มิถุนายน ถึงวันที่ 19 กรกฎาคม พ.ศ. 2549 แต่ปรากฏว่ามีผู้มาเสนอขายเพียงจำนวน 575,000 หุ้น จึงทำให้หุ้น DIANA ที่ยังคงเหลืออยู่ในตลาดมีหุ้นหมุนเวียนเพียง 31.4 ล้านหุ้นเท่านั้น จากการพิจารณาการเข้าทำรายการซื้อขายสินทรัพย์ดังกล่าว พบว่าผู้ถือหุ้นของ บจก. ดราก้อน วัน มีต้นทุนในการเข้าทำรายการแลกหุ้นจำนวน 39.98 ล้านบาท และใช้เงินทำคำเสนอซื้ออีก 8.23 ล้านบาท รวมต้นทุนทั้งหมด 48.21 ล้านบาท

หลังจากเข้าทำรายการซื้อสินทรัพย์แล้ว ราคาหุ้นของ บจ. ไดอาน่า เพิ่มขึ้นจากราคาหุ้นละประมาณ 0.50 บาท มาอยู่ที่ประมาณ 2.50 บาทภายในระยะเวลาเพียง 2 เดือน แม้ว่าผลประกอบการยังคงขาดทุนเช่นเดิม โดยในระหว่างที่ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นนั้น ผู้ถือหุ้นเดิมของ บจก. ดราก้อน วัน ซึ่งเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นรายใหม่ของ บจ. ไดอาน่า ได้ทยอยขายหุ้นออกมาทั้งหมด 29.50 ล้านหุ้น ที่ราคาเฉลี่ย 1.55 บาท ทำให้ได้เงินกลับไปหลังจากการขายหุ้นของ บจ. ไดอาน่า เป็นจำนวน 45.83 ล้านบาท โดยการทยอยขายหุ้นดังกล่าวเกิดขึ้นภายหลังจากการทำรายการซื้อขายสินทรัพย์อันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นระยะเวลาเพียง 2 สัปดาห์ โดยจากข้อมูลแบบรายงานการเปลี่ยนแปลงการถือหลักทรัพย์ของผู้บริหาร (แบบ 59-2) ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) แจ้งว่าผู้ถือหุ้นใหม่ของ บจ. ไดอาน่า ได้มีการทยอยขายหุ้นออกมาระหว่างวันที่ 20-24 กรกฎาคม พ.ศ. 2549 รวมกันมากถึง 23.5 ล้านหุ้น ประกอบด้วยเมื่อวันที่ 20 กรกฎาคม ขายหุ้น 1.2 ล้านหุ้นในราคาหุ้นละ 1.94 บาท, วันที่ 21 กรกฎาคม ขายหุ้น 2.3 ล้านหุ้นในราคาหุ้นละ 2.11 บาท และขายหุ้น 6 ล้านหุ้นในราคาหุ้นละ 0.41 บาท, วันที่ 24 กรกฎาคม ขาย 10 ล้านหุ้นในราคาหุ้นละ 1 บาทและขายหุ้น 4 ล้านหุ้นในราคาหุ้นละ 2.41 บาท ทั้งนี้ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นครั้งนี้ ผู้ถือหุ้นรายใหม่ของ บจ. ไดอาน่า จะถือหุ้นเหลือ 75.51 ล้านหุ้น (หรือคิดเป็น 58.09%) จากเดิมที่มีการถือหุ้น 97 ล้านหุ้น (หรือคิดเป็น 74.62%) ซึ่งภายใต้หลักเกณฑ์ของการยื่นขอให้พิจารณารับหลักทรัพย์ใหม่นั้น ผู้ถือหุ้นใหม่ของ บจ.

ไดอาน่า จะไม่สามารถขายหุ้นออกไปได้ทั้งหมด เนื่องจากหุ้นที่เหลืออยู่อีกส่วนหนึ่งถูกจำกัดการขายภายในระยะเวลา 1 ปี (Silent Period)

วิเคราะห์กรณีศึกษาที่ 3

จากการศึกษาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมของ บจก. ดราก้อน วัน ผ่านบริษัทจดทะเบียน คือ บจ. ไดอาน่า พบว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บจก. ดราก้อน วัน สามารถสร้างกำไรจากการขายหุ้นของ บจ. ไดอาน่า ที่ราคาหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วหลังจากทำรายการเสร็จเพียง 2 สัปดาห์ ซึ่งเหตุผลที่ราคาหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วนั้น อาจเกิดจากสาเหตุต่างๆ ดังต่อไปนี้

(1) ลักษณะของธุรกรรมที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ใหม่ที่อาจสร้างกำไรเพิ่มขึ้นในอนาคตให้กับบริษัทจดทะเบียนได้นั้น ส่งผลให้ราคาหุ้นสูงขึ้นภายใต้ความคาดหวังของนักลงทุน

(2) ผู้ถือหุ้นรายใหม่ที่เข้ามาในบริษัทจดทะเบียน มักเผยแพร่ข่าวเกี่ยวกับแผนลงทุนในอนาคต ซึ่งในกรณี บจ. ไดอาน่า นั้น ผู้ถือหุ้นรายใหม่ก็ได้เสนอให้เปลี่ยนแปลงไปทำธุรกิจใหม่ คือ ธุรกิจจำหน่ายสินค้าและให้บริการที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีสมัยใหม่ จากเดิมที่บริษัทประกอบธุรกิจห้างสรรพสินค้า

(3) ภายหลังจากเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแล้ว ผู้ถือหุ้นรายใหม่จะได้รับหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีจำนวนมากกว่า 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ส่งผลให้ต้องทำคำเสนอซื้อ (Tender Offer) หุ้นที่เหลืออยู่ และเมื่อมีนักลงทุนรายย่อยขายหุ้นบางส่วนให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหม่ จำนวนหุ้นที่เหลือหมุนเวียนอยู่ในตลาดก็จะมีปริมาณน้อยลง จึงทำให้ง่ายต่อการสร้างราคาหุ้นให้สูงขึ้น

ซึ่งภายหลังจากการเข้าทำรายการและราคาหุ้นค่อยๆ ปรับตัวสูงขึ้น ผู้ถือหุ้นรายใหม่ก็สามารถทยอยขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ตนเองได้มาจำนวนมากออกไปเพื่อทำกำไรได้ภายในระยะเวลาอันสั้น ซึ่งการทำกำไรในลักษณะดังกล่าวอาจส่งผลให้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีภาพลักษณ์ที่ไม่ดีในสายตาของนักลงทุน เนื่องจากนักลงทุนอาจมองว่าบริษัทดังกล่าวเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเพื่อสร้างราคาและขายหุ้นออกไป ทำให้บริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อาจไม่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม เนื่องจากกลัวนักลงทุนจะมองว่าบริษัทของตนเองเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเพื่อสร้างราคาและขายหุ้นออกไป ทำให้นักลงทุนไม่สนใจที่จะเข้ามาซื้อหุ้นของบริษัทภายหลังจากการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม และ

ส่งผลให้บริษัทไม่สามารถระดมทุนด้วยการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อนำมาขยายธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพในอนาคต

3.8 สรุปข้อคิดเห็นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย

การวิเคราะห์หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเด็นใหญ่ๆ ดังนี้

1) การพิจารณาว่ารายการประเภทใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการพิจารณาว่าการเข้าทำรายการประเภทใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทยนั้น ถือเป็นหลักเกณฑ์ที่มีการพิจารณาที่เข้มงวดค่อนข้างมาก เนื่องจากใช้เกณฑ์การพิจารณาทั้งหมด 3 เกณฑ์ ได้แก่ เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ เกณฑ์อำนาจควบคุม และเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือ ซึ่งแต่ละเกณฑ์ถูกนำมาใช้พิจารณาแยกออกจากกัน โดยหากเข้าเกณฑ์ใดเกณฑ์หนึ่งก็ถือว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็น 2 ช่วงเวลาในการใช้เกณฑ์ดังกล่าวพิจารณา ได้แก่

(1) การพิจารณาก่อนเข้าทำรายการ

การพิจารณาก่อนเข้าทำรายการ จะใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ในการพิจารณา โดยพิจารณาว่าสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือไม่ หากมีขนาดใหญ่กว่า การทำรายการนั้นถือเป็นการนำบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งหลักเกณฑ์การพิจารณาขนาดของสินทรัพย์ในประเทศไทยได้กำหนดวิธีการพิจารณาไว้อย่างละเอียด ทั้งการพิจารณามูลค่าของรายการ การประเมินมูลค่าของรายการ รวมถึงการเปลี่ยนแปลงมูลค่ารายการและการนับรวมรายการ

(2) การพิจารณาหลังเข้าทำรายการ

การพิจารณาหลังเข้าทำรายการ จะใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมและเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือในการพิจารณา โดยเกณฑ์อำนาจควบคุมใช้พิจารณาว่าการเข้าซื้อสินทรัพย์นั้นส่งผลให้เกิดการโอนอำนาจควบคุมกิจการจากผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนหรือเจ้าของเดิมของสินทรัพย์นั้นหรือไม่ ส่วนเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือใช้พิจารณาว่าผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนถือหุ้นต่ำกว่าร้อยละ 50 ของทุนชำระแล้วของบริษัทที่เป็น

ผลจากการรวมเข้าด้วยกันหรือไม่ หากเข้าตามเกณฑ์ใดเกณฑ์หนึ่ง การทำรายการนั้นถือเป็นการนำบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

เมื่อพิจารณาการนำหลักเกณฑ์ทั้ง 3 เกณฑ์มาใช้ พบว่าเป็นหลักเกณฑ์ที่เหมาะสมในการพิจารณาว่ารายการประเภทใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม เนื่องจากสอดคล้องกับรูปแบบการเข้าซื้อสินทรัพย์อันมีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียน ซึ่งการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมจะมีรูปแบบเฉพาะของโครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังการทำรายการตามที่ได้แสดงไว้ในข้อ 2.3 ของบทที่ 2

อย่างไรก็ตาม การนำหลักเกณฑ์ทั้ง 3 เกณฑ์มาใช้พิจารณาแยกออกจากกัน อาจมีความไม่เหมาะสมในบางกรณี โดยเฉพาะการนำเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์มาใช้พิจารณาเพียงเกณฑ์เดียวในระยะเวลาก่อนเข้าทำรายการ เนื่องจากการใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ในการพิจารณาว่าสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือไม่นั้น อาจมีความเหมาะสมเฉพาะการทำรายการที่บริษัทจดทะเบียนใช้หุ้นของตนเองเข้าไปซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ซึ่งการใช้หุ้นของบริษัทจดทะเบียนไปซื้อสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่กว่า ย่อมส่งผลให้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนลดลงต่ำกว่าร้อยละ 50 ของทุนชำระแล้ว ซึ่งสอดคล้องกับเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือที่ใช้พิจารณาภายหลังการทำรายการ และเมื่อสัดส่วนหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมต่ำกว่าร้อยละ 50 ของทุนชำระแล้ว ย่อมส่งผลให้อำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียนถูกโอนไปสู่ผู้ถือหุ้นกลุ่มใหม่ที่เข้ามาถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 50 ของทุนชำระแล้ว ซึ่งสอดคล้องกับเกณฑ์อำนาจควบคุมที่ใช้พิจารณาภายหลังการทำรายการเช่นกัน

แต่หากนำเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์มาพิจารณาการทำรายการที่บริษัทจดทะเบียนใช้เงินสดเข้าไปซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนจะพบว่าไม่มีความเหมาะสม เนื่องจากการใช้เงินสดที่อาจได้มาจากการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินไปซื้อสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่กว่าไม่ได้ส่งผลให้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงลดลงต่ำกว่าร้อยละ 50 ของทุนชำระแล้วตามเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือ และไม่ส่งผลให้อำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียนถูกโอนไปสู่ผู้ถือหุ้นกลุ่มใหม่ตามเกณฑ์อำนาจควบคุม

ดังนั้นหากนำเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์มาพิจารณาก่อนที่บริษัทจดทะเบียนจะเข้าทำรายการ ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนใช้เงินสดซื้อสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่กว่าบริษัทตนเองเพื่อขยายกิจการ แม้ว่าบริษัทจดทะเบียนไม่มีเจตนาจะทำรายการซื้อสินทรัพย์เพื่อนำบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แต่การเข้าซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวก็ถือได้ว่าเป็นการทำรายการอันถือเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่ต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ด้วย ซึ่งเป็นการสร้างภาระแก่บริษัทจดทะเบียน

ทะเบียนอย่างมาก เนื่องจากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่เป็นคู่สัญญา กับบริษัทจดทะเบียนนั้นต้องถูกตรวจสอบว่ามีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนด้วยหรือไม่ หากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนไม่ผ่านเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์จะไม่อนุญาตให้ทำรายการซื้อสิทธิทรัพย์สินดังกล่าว และทำให้บริษัทจดทะเบียนเสียโอกาสในการขยายธุรกิจ ซึ่งกรณีที่บริษัทจดทะเบียนใช้เงินสดซื้อสิทธิทรัพย์สินที่มีขนาดใหญ่กว่าบริษัทตนเองเพื่อขยายกิจการนั้นเป็นกรณีที่สามารถเกิดขึ้นได้ในทางปฏิบัติ ดังเช่นกรณีที่บริษัทจดทะเบียน คือ บริษัท อาปิโก โฮเทค จำกัด (มหาชน) ได้เข้าซื้อสิทธิทรัพย์สินของบริษัท แพริช สตรีคเจอร์ล โปรดัคส์ (ประเทศไทย) จำกัด โดยไม่เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมหลังจากทำรายการ¹³

อย่างไรก็ตาม ตลาดหลักทรัพย์ก็มีข้อยกเว้นในกรณีที่การทำรายการถูกถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยข้อยกเว้นดังกล่าวใช้กับกรณีที่ข้อเท็จจริงปรากฏว่าภายหลังจากทำรายการ บริษัทจดทะเบียนไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมภายในบริษัท แต่ต้องเป็นกรณีที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสิทธิทรัพย์สินที่มีขนาดใหญ่กว่าบริษัทจดทะเบียนไม่เกินร้อยละ 120 ซึ่งข้อยกเว้นดังกล่าวได้สะท้อนถึงแนวคิดของตลาดหลักทรัพย์ที่ต้องการผ่อนปรนให้กับการทำรายการที่ไม่มีเจตนาจะนำบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม อย่างไรก็ตาม หากนำข้อยกเว้นดังกล่าวมาปรับใช้กับกรณีที่บริษัท อาปิโก โฮเทค จำกัด (มหาชน) เข้าซื้อสิทธิทรัพย์สินของบริษัท แพริช สตรีคเจอร์ล โปรดัคส์ (ประเทศไทย) จำกัด จะพบว่าข้อยกเว้นดังกล่าวไม่สามารถนำมาใช้ได้ เนื่องจากสิทธิทรัพย์สินที่ บริษัท อาปิโก โฮเทค จำกัด (มหาชน) ได้มานั้นมีขนาดสูงถึง 192% ของสิทธิทรัพย์สินที่ บริษัท อาปิโก โฮเทค จำกัด (มหาชน) มีอยู่ ทำให้บริษัท อาปิโก โฮเทค จำกัด (มหาชน) ยังคงต้องปฏิบัติตามหน้าที่ดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนในกรณีที่การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเช่นเดิม

2) การดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนในกรณีที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนในกรณีที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทยนั้นเป็นหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดค่อนข้างมาก ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวสะท้อนถึงวัตถุประสงค์ในการควบคุมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คือ เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนมีกระบวนการพิจารณาการตกลงเข้าทำรายการในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสิทธิทรัพย์สินที่เหมาะสม มีการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอ และเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทได้มีส่วนร่วมในการตัดสินใจทางธุรกิจที่สำคัญ

¹³ ดูกรณีศึกษาที่ 1 ในข้อ 3.7 ของบทที่ 3

ดังนั้นกรณีของบริษัทจดทะเบียนเข้าทำรายการอันถือเป็นการนำบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม บริษัทจดทะเบียนจึงมีหน้าที่ในการดำเนินการทั้งก่อนและหลังจากทำรายการดังนี้

(1) การดำเนินการก่อนทำรายการ ได้แก่

ก. การขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น โดยต้องขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนได้เสียกับการทำรายการด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง ซึ่งก่อนการจัดประชุมผู้ถือหุ้น บริษัทจดทะเบียนต้องแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อแสดงความเห็นเกี่ยวกับราคายุติธรรมและความสมเหตุสมผลของรายการ โดยต้องส่งเอกสารล่วงหน้าก่อนการจัดประชุม 14 วัน ได้แก่ หนังสือเชิญประชุม และความเห็นที่ปรึกษาการเงินอิสระ

ข. การยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ ภายใต้แนวปฏิบัติในปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทที่ยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ด้วยการใช้คุณสมบัติของทั้งบริษัทจดทะเบียนเดิมกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่เข้าทำรายการร่วมกัน โดยจำนวนหุ้นที่เสนอขายต่อประชาชน และการกระจายหุ้นรายย่อย จะพิจารณาจากบริษัทจดทะเบียนเดิม สำหรับทุนชำระแล้ว ส่วนของผู้ถือหุ้น และผลการดำเนินงาน จะพิจารณาจากบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสำหรับผู้บริหารและผู้มีอำนาจควบคุม การกำกับดูแลและควบคุมภายใน จะพิจารณาจากทั้งบริษัทจดทะเบียนเดิมและบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนภายหลังการทำรายการ

โดยผู้ถือหุ้นกลุ่มใหม่ที่เข้ามาถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนจะต้องอยู่ภายใต้ข้อกำหนดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Silent Period) โดยห้ามขายหุ้นของตนเอง 55% ของทุนชำระแล้วภายใน 1 ปี แต่ทยอยขายได้ 25% ของหุ้นที่ห้ามขายเมื่อครบ 6 เดือน

(2) การดำเนินการหลังจากทำรายการ ได้แก่

ก. การแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ โดยมีรายละเอียดตามสารสนเทศบัญชี (1)

ข. การทำหนังสือเวียนแจ้งให้ผู้ถือหุ้นทราบ โดยมีรายละเอียดตามสารสนเทศบัญชี (2)

จากการพิจารณาถึงหน้าที่ในการดำเนินการทั้งก่อนและหลังจากทำรายการ การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมสร้างหน้าที่ให้กับบริษัทจดทะเบียนและบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนค่อนข้างมาก โดยเฉพาะหน้าที่ในการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่นั้นสร้างต้นทุนทางธุรกรรมให้กับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่จะต้องพยายามทำให้ส่วนทุนชำระแล้ว ส่วนของผู้ถือหุ้น และผลการดำเนินงานผ่านเกณฑ์การพิจารณาคุณสมบัติเช่นเดียวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาด

หลักทรัพย์โดยตรง นอกจากนี้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนยังมีต้นทุนแฝงอื่นๆ อีก เช่น ต้นทุนการแจกหุ้นแก่กลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนเดิม ต้นทุนการชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้ของบริษัทจดทะเบียนเดิมในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนเดิมอยู่ในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ (REHABCO) รวมถึงต้นทุนค่าเสียโอกาส ในการไม่ได้รับเงินจากการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรก (IPO) เพื่อมาใช้ในกิจการ ดังเช่นต้นทุนที่เกิดขึ้นในกรณีที่บริษัทจดทะเบียน คือ บริษัท แอ็ดวานซ์ เพ้นท์ แอนด์เคมีเคิล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน) ได้เข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เพอร์เฟค จำกัด และต่อมาเปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท เอ็นเนอร์ยี่ เอิร์ธ จำกัด (มหาชน)¹⁴

ดังนั้นจำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟื้นฟูกิจการของประเทศไทยจึงมีไม่มากนัก ทั้งที่กลุ่มฟื้นฟูกิจการเป็นกลุ่มที่ต้องการทำรายการดังกล่าวเพื่อให้บริษัทสามารถดำรงสถานะอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ได้ จึงอาจกล่าวได้ว่า ต้นทุนทางธุรกรรมที่เกิดขึ้นจากการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ถือเป็นส่วนหนึ่งของอุปสรรคในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทยผ่านบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ

อย่างไรก็ตาม การยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ก่อนที่จะเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมอาจไม่ใช่อุปสรรคสำหรับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่ต้องการแสวงหากำไรระยะสั้นจากการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม เนื่องจากต้นทุนของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนในการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่สามารถถูกหักลบได้ด้วยกำไรจากการสร้างราคาหุ้นโดยใช้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นเครื่องมือ ซึ่งจากการศึกษากรณีของบริษัทจดทะเบียน คือ บริษัท ไดอาน่า ดีพาร์ทเมนท์สโตร จำกัด (มหาชน) ได้เข้าซื้อสินทรัพย์ของ บริษัท ดราก้อน วัน จำกัด และต่อมาเปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท ดราก้อน วัน จำกัด (มหาชน)¹⁵ พบว่าลักษณะของธุรกรรมที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ใหม่ ส่งผลให้ราคาหุ้นสูงขึ้นภายใต้ความคาดหวังของนักลงทุน ทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่ได้รับหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนภายหลังการทำรายการ สามารถขายหุ้นเพิ่มทุนส่วนที่ไม่อยู่ในข้อกำหนดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Silent Period) ออกไปเพื่อทำกำไรได้จำนวนมาก และด้วยรูปแบบการสร้างกำไรจากการเข้าทำรายการในลักษณะนี้เอง ทำให้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีภาพลักษณ์ที่ไม่ดีในสายตาของนักลงทุน ซึ่งส่งผลให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่มีผลประกอบการดีอาจไม่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม เพราะกลัวว่ามูลค่าหุ้นของบริษัทหลังจากเข้าจดทะเบียนแล้วจะลดลง เนื่องจากไม่เป็นที่ต้องการของนักลงทุนดังที่กล่าวมา

¹⁴ ดูกรณีศึกษาที่ 2 ในข้อ 3.7 ของบทที่ 3

¹⁵ ดูกรณีศึกษาที่ 3 ในข้อ 3.7 ของบทที่ 3

บทที่ 4

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในต่างประเทศ

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นที่ยอมรับและเปิดโอกาสให้ทำได้ในต่างประเทศ โดยเฉพาะในประเทศที่มีตลาดทุนพัฒนาแล้ว สำหรับหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในต่างประเทศที่เลือกศึกษานั้น สามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มตามระดับความเข้มงวดของหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลการจดทะเบียนทางอ้อม ได้แก่

(1) กลุ่มที่มีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเข้มงวดมาก* ได้แก่ เขตปกครองพิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน (“เขตปกครองพิเศษฮ่องกง”)

(2) กลุ่มที่มีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเข้มงวดปานกลาง** ได้แก่ ประเทศเกาหลีใต้

(3) กลุ่มที่มีหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเข้มงวดน้อย*** ได้แก่ ประเทศสหรัฐอเมริกา

โดยรายละเอียดของหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในแต่ละประเทศและเขตปกครองพิเศษมีดังนี้

4.1 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

ตลาดทุนซึ่งเป็นตลาดหลักในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง (Hong Kong Stock Exchange) และตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต (Growth Enterprise Market หรือ GEM) โดยข้อมูลล่าสุดในเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2554 แสดงให้เห็นว่า

* หลักเกณฑ์ของประเทศดังกล่าวอนุญาตให้มีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้รูปแบบเดียว มีการตรวจจับธุรกรรมการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ที่เข้มงวด และกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเช่นเดียวกับการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง

** หลักเกณฑ์ของประเทศดังกล่าวอนุญาตให้มีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้หลายรูปแบบ มีการตรวจจับธุรกรรมการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ที่ค่อนข้างเข้มงวด และกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเช่นเดียวกับการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง

*** หลักเกณฑ์ของประเทศดังกล่าวอนุญาตให้มีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้หลายรูปแบบ มีการตรวจจับธุรกรรมการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่เข้มงวด และกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเช่นเดียวกับการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง

ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงมีมูลค่าตลาดสูงถึง 1,109% ต่อ GDP ของเขตปกครองพิเศษฮ่องกง และบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงมีจำนวนมากถึง 1,448 บริษัท โดยมีรายละเอียดของหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกงดังต่อไปนี้

4.1.1 ความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

ตามนิยามใน ข้อ 14.06 (6) ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก (Main Board Listing Rule) และข้อที่ 19.06 (6) ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต (GEM Listing Rule) ได้ให้ความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมที่ใกล้เคียงกันดังต่อไปนี้

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (Reverse takeover) หมายถึง การที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ไม่ว่าภายในครั้งเดียวหรือหลายครั้ง โดยตามความเห็นของตลาดหลักทรัพย์นั้นถือว่าการได้มาซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวก่อให้เกิด หรือ เป็นส่วนหนึ่งของธุรกรรม หรือ การจัดการ อันถือเป็นความพยายามที่จะนำสินทรัพย์ที่ได้มานั้นเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยหลีกเลี่ยงที่จะปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ของการเข้าจดทะเบียนใหม่¹ ซึ่งการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมโดยทั่วไปให้หมายถึง

(a) การที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ไม่ว่าภายในครั้งเดียวหรือหลายครั้ง² อันถือเป็นการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมากซึ่งส่งผลหรือจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม* ในบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน หรือ

(b) การที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ไม่ว่าภายในครั้งเดียวหรือหลายครั้ง ภายในระยะเวลา 24 เดือน โดยสินทรัพย์นั้นได้มาจากบุคคลหรือกลุ่มบุคคลหรือบุคคลใดๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับบุคคลดังกล่าว ด้วยวิธีการทางสัญญา การจัดการ หรือบันทึกความเข้าใจ อันทำให้บุคคลนั้นได้รับอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน โดยที่การได้รับอำนาจควบคุมดังกล่าวไม่ได้ถูกถือว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แต่การได้มาดังกล่าวถือเป็นการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมาก

¹ หลักเกณฑ์ตามบทที่ 8 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก

² ถูกนับรวมรายการตามข้อ 14.22 และ 14.23 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก

* นิยาม “อำนาจควบคุม” เป็นไปตามกฎหมายควบรวมกิจการของฮ่องกง เช่น การมีสิทธิออกเสียงในหุ้นมากกว่า 30% ของหุ้นทั้งหมดในบริษัทจดทะเบียน

4.1.2 หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง สามารถแบ่งออกตามหลักเกณฑ์ที่นำมาใช้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 2 ตลาด ได้แก่

1) กฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก ที่นำมาใช้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง โดยบทที่ 14 ของกฎดังกล่าวได้กล่าวถึงข้อกำหนดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุน ในหมวดธุรกรรมที่ต้องแจ้งให้ตลาดหลักทรัพย์ทราบ ซึ่งในหมวดดังกล่าวได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไว้ด้วย

2) กฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต ที่นำมาใช้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต โดยบทที่ 19 ของกฎดังกล่าวได้กล่าวถึงข้อกำหนดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ประเภทตราสารทุน ในหมวดธุรกรรมที่ต้องแจ้งให้ตลาดหลักทรัพย์ทราบ ซึ่งในหมวดดังกล่าวได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไว้ด้วย

4.1.3 การพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

4.1.3.1 แนวคิดเกี่ยวกับการพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง³

รูปแบบการทำธุรกรรมระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (Reverse takeover) ได้ถูกคิดค้นและนำมาใช้ในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงตั้งแต่ก่อนปี ค.ศ. 1993 ซึ่งเมื่อตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงเห็นว่ามีผู้ต้องการทำธุรกรรมประเภทนี้จำนวนมากเพื่อหลีกเลี่ยงการถูกตรวจสอบคุณสมบัติในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงจึงได้ออกประกาศ^{*} เพื่อควบคุมการทำธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในปี ค.ศ. 1993 โดยให้คำจำกัดความไว้ว่า “การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม หมายถึง การทำธุรกรรมไม่ว่าครั้งเดียวหรือหลายครั้งที่เกิดขึ้นภายใน 12 เดือนซึ่ง (1) ก่อให้เกิดการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัท

³ Charlton, J., RTOs vs. IPOs [Online], 2009. Available from wenku.baidu.com/view/3aa1a86a7e21af45b307a8ec.html

^{*} ออกประกาศร่วมกับคณะกรรมการหลักทรัพย์และฟิวเจอร์ส (Securities and Futures Commission หรือ SFC) ซึ่งวัตถุประสงค์หลักของการออกประกาศฉบับนี้ คือ ต้องการหยุดยั้งการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

จดทะเบียนในระดับของการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมาก และ (2) ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมไปสู่ผู้ที่ถือหุ้นส่วนใหญ่รายใหม่” ซึ่งในทางปฏิบัติ การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้ถูกกำกับดูแลอย่างเข้มงวดจากตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง*

ต่อมาแนวทางการกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้ถูกนำมาใส่ไว้ในข้อที่ 19.06 (6) ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต (Growth Enterprise Market หรือ GEM) และในปี ค.ศ. 2004 ได้ถูกนำมาใส่ไว้ในข้อที่ 14.06 (6) ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก (Main Board Listing Rule) ซึ่งสามารถสรุปความหมายได้ว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม หมายถึง การได้มาไม่ว่าครั้งเดียวหรือหลายครั้งของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าเป็นการก่อหรือเป็นส่วนใดส่วนหนึ่งของการจัดการหรือธุรกรรมไม่ว่าครั้งเดียวหรือหลายครั้งที่ทำให้เกิดความพยายามที่จะเข้าจดทะเบียนหลักทรัพย์ที่ได้มาโดยวิธีที่หลีกเลี่ยงข้อกำหนดของการยื่นขอรับหลักทรัพย์ใหม่ที่กำหนดอยู่ในบทที่ 8 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก

ซึ่งจะเห็นได้ว่าหลักเกณฑ์ดังกล่าวไม่ได้ให้ความหมายที่แน่นอนว่าธุรกรรมใดก่อให้เกิดการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ในขณะที่ประโยคในข้อย่อย (a) และ (b) ของกฎข้อที่ 14.06 (6) และ 19.06 (6) เพียงแต่ให้ตัวอย่างที่ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ได้แก่ (a) การที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งหลักทรัพย์ไม่ว่าภายในครั้งเดียวหรือหลายครั้ง อันถือเป็นการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมากซึ่งส่งผลหรือจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน หรือ (b) การที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งหลักทรัพย์ไม่ว่าภายในครั้งเดียวหรือหลายครั้งภายในระยะเวลา 24 เดือน โดยหลักทรัพย์นั้นได้มาจากบุคคลหรือกลุ่มบุคคลหรือบุคคลใดๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับบุคคลดังกล่าว ด้วยวิธีการทางสัญญา การจัดการ หรือบันทึกความเข้าใจ อันทำให้บุคคลนั้นได้รับอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน โดยที่การได้รับอำนาจควบคุมดังกล่าวไม่ได้ถูกถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แต่การได้มาดังกล่าวถือเป็นการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมาก

แนวคิดในการพิจารณาว่าธุรกรรมใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกงได้ถูกออกแบบมาใช้เกณฑ์ขนาดของหลักทรัพย์เป็นเกณฑ์หลักในการตรวจสอบ ภายใต้แนวคิดที่ต้องการกีดกันไม่ให้มีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมด้วยการกำหนดให้ต้องยื่นคำขอรับหลักทรัพย์ใหม่เช่นเดียวกับการเข้าจดทะเบียนโดยตรง

* ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงไม่อนุญาตให้บริษัทจดทะเบียนเข้าทำรายการเพื่อให้ได้มาซึ่งหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่มีประวัติความเป็นมาไม่เหมาะสม

ในเดือนมีนาคม ค.ศ. 2004 ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงได้แก้ไขหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมโดยมีสาระสำคัญดังต่อไปนี้⁴

(1) ตัดช้อยกเว้นในกรณีที่ทำให้สินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมีขนาดเล็กลง

ก่อนการแก้ไขหลักเกณฑ์ในปี ค.ศ. 2004 นั้น ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงได้กำหนดให้มีช้อยกเว้นที่ไม่ต้องยื่นคำขอรับหลักทรัพย์ใหม่ได้ ในกรณีที่สินทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนได้มานั้นมีขนาดใหญ่จนถือว่าเป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีนัยสำคัญมาก (Very substantial acquisition) หากว่ามีการแบ่งสินทรัพย์ดังกล่าวออกมาจดทะเบียน (Listed asset carve-out) ทำให้การได้มาซึ่งสินทรัพย์ส่วนที่เหลือจะถือว่าเป็นเพียงการทำรายการที่มีความสำคัญ (Major transaction) ซึ่งไม่ต้องยื่นคำขอรับหลักทรัพย์ใหม่ แต่ต้องขออนุมัติการเข้าทำรายการจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม การแก้ไขหลักเกณฑ์ในปี ค.ศ. 2004 ก็ได้ตัดช้อยกเว้นนี้ออกไป ดังนั้นในกรณีที่สินทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนได้มานั้นมีขนาดใหญ่จนถือว่าเป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีนัยสำคัญมาก จึงต้องยื่นคำขอรับหลักทรัพย์ใหม่ในทุกกรณี

(2) กำหนดระดับอำนาจควบคุมไว้ที่การมีสิทธิออกเสียง 30%

ในช่วงแรก ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงได้ให้ความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไว้ว่า* เป็นการทำธุรกรรมที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม แต่ไม่ได้กำหนดระดับของการมีอำนาจควบคุมไว้ ซึ่งการแก้ไขหลักเกณฑ์ในปี ค.ศ. 2004 ก็ได้กำหนดให้การมีอำนาจควบคุม คือ การมีสิทธิออกเสียงตั้งแต่ 30% ขึ้นไป**

⁴ Leifer, J., Raising the Bar Hong Kong's New Reverse Takeover Rule [Online], 2004. Available from www.asialaw.com/Article/1972046/Search/Results/Raising-the-Bar-Hong-Kongs-New-Reverse-Takeover-Rule.html? Keywords=Chapter+11

* ความหมายตามที่ปรากฏในประกาศร่วมกันของตลาดหลักทรัพย์และคณะกรรมการหลักทรัพย์และฟิวเจอร์ส

** กำหนดไว้ในกฎหมายการควบรวมกิจการของฮ่องกง (Takeover code)

(3) กำหนดข้อจำกัดในการใช้สิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้นเดิมที่สูญเสียอำนาจควบคุม⁵

ผู้ถือหุ้นเดิมที่สูญเสียอำนาจควบคุมไม่สามารถใช้สิทธิออกเสียงในการอนุมัติเข้าทำรายการเพื่อให้ได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน หากว่าการเข้าทำรายการดังกล่าวก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมและผู้ถือหุ้นเดิมนั้นมีการจำหน่ายจ่ายโอนหุ้นของตนเองให้แก่บุคคลอื่น ซึ่งข้อจำกัดในการใช้สิทธิออกเสียงนี้มีผลเฉพาะต่อผู้ถือหุ้นที่สูญเสียอำนาจควบคุมเท่านั้น แต่ผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้จำหน่ายจ่ายโอนหุ้นของตนให้บุคคลอื่นย่อมมีสิทธิออกเสียงอนุมัติการเข้าทำรายการดังกล่าว อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้จำหน่ายจ่ายโอนหุ้นของตนอาจถูกห้ามไม่ให้ใช้สิทธิออกเสียงเช่นกัน หากว่าผู้ถือหุ้นรายใหม่เข้ามามีอำนาจควบคุมเหนือกิจการและได้รับหุ้นเพิ่มทุนในจำนวนที่ข้ามจุดต้องทำข้อเสนอซื้อ ได้ขอผ่อนผันการทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการก่อนการได้มาซึ่งหุ้นเพิ่มทุนดังกล่าวดังกล่าวด้วยการขอความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ซึ่งในกรณีนี้ ผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงโดยอิสระเท่านั้นที่มีสิทธิออกเสียงอนุมัติการเข้าทำรายการ โดยผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงโดยอิสระ หมายถึง ผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้มีส่วนเกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการเข้าทำรายการ

(4) การขยายระยะเวลาของการนับรวมรายการ

การแก้ไขหลักเกณฑ์ในปี ค.ศ. 2004 ได้มีการขยายระยะเวลาของการนับรวมรายการจากเดิม 12 เดือน ไปเป็น 24 เดือน ดังนั้นการเข้าทำรายการเพื่อให้ได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นภายในระยะเวลา 24 เดือนหลังจากเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการ ไม่ว่าจะรายการนั้นจะเกิดขึ้นแยกกันหรือพร้อมกัน หากว่าเมื่อนับรวมรายการแล้ว ทำให้การได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียนจนถือเป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญมาก การทำรายการดังกล่าวจะถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมที่ต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่

(5) การดำเนินการในกรณีที่เข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

ภายหลังจากการเข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแล้ว กฎการจดทะเบียนในกระดานหลักข้อที่ 14.54 ได้กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องดำเนินการเสมือนเป็นผู้ที่เข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์รายใหม่ และบริษัทนอกตลาด

⁵ ตามกฎการจดทะเบียนในกระดานหลักข้อที่ 14.55 และกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโตข้อที่ 19.55

หลักทรัพย์ซึ่งเป็นเจ้าของสินทรัพย์ใหม่ที่ถูกซื้อเข้ามาจะต้องผ่านเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ใหม่⁶

นอกจากนี้ กฎการจดทะเบียนในกระดานหลักข้อที่ 14.54 ได้กำหนดให้การทำรายการดังกล่าวจะต้องได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งการใช้หนังสือแสดงเจตนาในการให้ความเห็นชอบแทนการเข้าประชุมด้วยตนเองไม่สามารถทำได้

(6) ข้อจำกัดการโอนหุ้นที่เหลืออยู่ของผู้ถือหุ้นเดิมที่สูญเสียอำนาจควบคุมกิจการ และข้อจำกัดการโอนหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหม่ในบริษัทจดทะเบียนภายหลังการทำรายการ

เพื่อป้องกันการหลีกเลี่ยงจากหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม กฎการจดทะเบียนในกระดานหลักข้อที่ 14.92 และ 14.93 ซึ่งมีหลักเกณฑ์คล้ายคลึงกับกฎการจดทะเบียนในตลาดสำหรับวิสาหกิจที่เติบโตข้อที่ 19.91 และ 19.92 ได้วางหลักไว้ว่า ผู้ถือหุ้นเดิมที่จำหน่ายจ่ายโอนหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหม่ห้ามจำหน่ายจ่ายโอนหุ้นส่วนที่เหลืออยู่ภายในระยะเวลา 24 เดือนภายหลังการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม เว้นแต่สินทรัพย์ที่ได้รับมาจากการเข้าทำรายการผ่านเกณฑ์การยื่นคำขอได้รับหลักทรัพย์ใหม่⁷

นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นรายใหม่ที่ได้รับหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนก็ถูกห้ามจำหน่ายจ่ายโอนหุ้นของตนเองภายหลังการทำรายการตามที่กำหนดในกฎการจดทะเบียนในกระดานหลักข้อที่ 10.07 ซึ่งห้ามไม่ให้บุคคลที่มีรายชื่อในบริษัทจดทะเบียนในฐานะผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมทำการโอนหุ้นของตนเองภายใน 6 เดือนหลังจากเริ่มต้นการเข้าทำรายการ

กล่าวโดยสรุป ปัจจุบันการพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกงนั้น ใช้การพิจารณาธุรกรรมทั้งแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับ โดยการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุกใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ในการพิจารณา และการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมในการพิจารณา และจากความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมที่กล่าวมาข้างต้น ตลาดหลักทรัพย์สามารถใช้ดุลพินิจได้อย่างกว้างขวางในการพิจารณาว่าธุรกรรมใดถูกออกแบบมาเพื่อหลบเลี่ยงการปฏิบัติตามกฎการจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งในรายงานประจำปี ค.ศ. 2007 ของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงนั้น คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ได้ยืนยันว่าข้อย่อย (a) และ (b) ของกฎการจดทะเบียนในกระดาน

⁶ ตามกฎการจดทะเบียนในกระดานหลักข้อที่ 8.05 และกฎการจดทะเบียนในตลาดสำหรับวิสาหกิจที่เติบโตข้อที่ 11.12A

⁷ ตามกฎการจดทะเบียนในกระดานหลักข้อที่ 8.05 และกฎการจดทะเบียนในตลาดสำหรับวิสาหกิจที่เติบโตข้อที่ 11.12A

หลักข้อที่ 14.06 (6) ได้กล่าวถึงรูปแบบโดยเฉพาะเจาะจงของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แต่การกล่าวถึงดังกล่าวไม่ได้หมายถึงว่ามีเพียงเท่านั้น อาจมีธุรกรรมอื่นๆ ที่ถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้อีก

โดยคำวินิจฉัยของตลาดหลักทรัพย์ที่ 75-1 ที่ออกมาในเดือนตุลาคม ค.ศ. 2009 สามารถสรุปสาระสำคัญได้ว่า บริษัท A เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ต้องการระดมทุนจากประชาชนเพื่อเข้าไปซื้อสินทรัพย์ของธุรกิจใหม่ โดยการซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวเมื่อคำนวณแล้วถือว่าการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีนัยสำคัญมาก (Very Substantial Acquisition) ซึ่งบริษัท A เห็นว่าการเข้าซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวไม่ถือว่าการทำรายการอันถือเป็นการนำธุรกิจใหม่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม เนื่องจากการทำธุรกรรมดังกล่าวไม่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียน A ภายหลังจากเข้าทำรายการ

อย่างไรก็ตาม ตลาดหลักทรัพย์กลับเห็นว่าการเข้าทำรายการดังกล่าวถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยได้อ้างถึงคำยืนยันของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานประจำปี ค.ศ. 2007 พร้อมกับให้เหตุผลประกอบว่า กลุ่มบริษัทจดทะเบียน A ได้จำหน่ายจ่ายโอนธุรกิจหลักของบริษัทจดทะเบียน A ออกไปก่อนที่จะเข้าทำรายการ ทำให้บริษัทจดทะเบียน A เป็นบริษัทที่ไม่มีการประกอบธุรกิจอย่างแท้จริง หรือถือว่าเป็นบริษัทที่มีเพียงเปลือก (Listed shell) และการได้มาซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวเป็นการกระทำที่ถือเป็นส่วนหนึ่งของการทำธุรกรรมและการจัดการหลายครั้งที่ก่อให้เกิดความพยายามที่จะทำให้ธุรกิจใหม่ของบริษัทนอกตลาดได้รับสถานะของบริษัทจดทะเบียนผ่านการทำรายการกับบริษัทจดทะเบียน A ดังนั้นจึงถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งบริษัทจดทะเบียน A ต้องดำเนินการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ภายใต้ข้อที่ 14.54 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก

4.1.3.2 การเข้าทำรายการที่ถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

1) การพิจารณาว่ารายการใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

ข้อ 14.06 (6) ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก และข้อ 19.06 (6) ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต ได้กำหนดความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมที่ใกล้เคียงกันไว้ว่า

“การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมโดยทั่วไปให้หมายถึง

(a) การที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ไม่ว่าภายในครั้งเดียวหรือหลายครั้งอันถือเป็นการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมากซึ่งส่งผลหรือจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน หรือ

(b) การที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ไม่ว่าภายในครั้งเดียวหรือหลายครั้งภายในระยะเวลา 24 เดือน โดยสินทรัพย์นั้นได้มาจากบุคคลหรือกลุ่มบุคคลหรือบุคคลใดๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับบุคคลดังกล่าว ด้วยวิธีการทางสัญญา การจัดการ หรือบันทึกความเข้าใจ อันทำให้บุคคลนั้นได้รับอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน โดยที่การได้รับอำนาจควบคุมดังกล่าวไม่ได้ถูกถือว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แต่การได้มาดังกล่าวถือเป็นการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมาก ซึ่งสามารถพิจารณาความมีนัยสำคัญได้จาก

(1) มูลค่าสินทรัพย์ รายได้ และกำไรที่แสดงในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียน และมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนต้องใช้ตัวเลขที่มีการเผยแพร่ล่าสุด* ณ เวลาที่มีการโอนอำนาจควบคุม และ

(2) มูลค่าสินทรัพย์ รายได้ และกำไรที่แสดงในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียน และมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนต้องใช้ตัวเลขที่มีการเผยแพร่ล่าสุด** ณ เวลาที่ได้มาซึ่งสินทรัพย์”

ความหมายที่ปรากฏตามข้อย่อย (a) และ (b) ถือเป็นเพียงตัวอย่างของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเท่านั้น ซึ่งแท้จริงแล้วการพิจารณาว่าธุรกรรมใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมนั้นขึ้นอยู่กับการใช้ดุลพินิจของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เป็นสำคัญ***

* ต้องมีการปรับเปลี่ยนตัวเลขตามลักษณะที่กำหนดในกฎข้อที่ 14.16, 14.17, 14.18 และ 14.19 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก ที่สามารถใช้ได้จนถึงระยะเวลาของการโอนอำนาจควบคุม

** ต้องมีการปรับเปลี่ยนตัวเลขตามลักษณะที่กำหนดในกฎข้อที่ 14.16, 14.17, 14.18 และ 14.19 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก ที่สามารถใช้ได้จนถึงระยะเวลาของการโอนอำนาจควบคุม

*** คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ได้ยืนยันในรายงานประจำปี ค.ศ. 2007 ว่า “ความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ตามข้อ 14.06 (6) เป็นเพียงตัวอย่าง” และคำวินิจฉัยของตลาดหลักทรัพย์ที่ 75-1 ที่ออกมาในเดือนตุลาคม ค.ศ. 2009 ได้แสดงการใช้ดุลพินิจในการพิจารณาว่าธุรกรรมใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ดังเช่นการให้เหตุผลว่า “การได้มาซึ่งสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญมาก แม้ไม่ได้เปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม แต่เมื่อพบว่ามีเปลี่ยนแปลงประเภทธุรกิจตามสินทรัพย์ใหม่ ย่อมถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม”

รายการที่ถือว่าการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมาก สามารถพิจารณาได้จาก อัตราส่วนสินทรัพย์ อัตราส่วนสิ่งตอบแทน อัตราส่วนกำไร อัตราส่วนรายได้ และอัตราส่วนหุ้นในส่วนของผู้ถือหุ้น หากอัตราส่วนอันใดอันหนึ่งมีสัดส่วนตั้งแต่ 100% ขึ้นไป ถือว่ารายการดังกล่าวเป็นการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมากอันส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในอำนาจควบคุม

ตามข้อ 14.08 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก และข้อ 19.08 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับบริษัทที่เติบโต ได้เรียงลำดับความมีนัยสำคัญของรายการที่ทำดังต่อไปนี้

ประเภทของรายการ	อัตราส่วนสินทรัพย์	อัตราส่วนสิ่งตอบแทน	อัตราส่วนกำไร	อัตราส่วนรายได้	อัตราส่วนหุ้นในส่วนของผู้ถือหุ้น
รายการหุ้นทั่วไป	น้อยกว่า 5%	น้อยกว่า 5%	น้อยกว่า 5%	น้อยกว่า 5%	น้อยกว่า 5%
รายการที่ต้องเปิดเผย	5% ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 25%	5% ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 25%	5% ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 25%	5% ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 25%	5% ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 25%
จำหน่ายไปอย่างมีนัยสำคัญ	25% ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 75%	25% ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 75%	25% ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 75%	25% ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 75%	ไม่นับ
ได้มาอย่างมีนัยสำคัญ	25% ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 100%	25% ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 100%	25% ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 100%	25% ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 100%	25% ขึ้นไป แต่ไม่ถึง 100%
จำหน่ายไปอย่างมีนัยสำคัญมาก	75% ขึ้นไป	75% ขึ้นไป	75% ขึ้นไป	75% ขึ้นไป	ไม่นับ
ได้มาอย่างมีนัยสำคัญมาก	100% ขึ้นไป	100% ขึ้นไป	100% ขึ้นไป	100% ขึ้นไป	100% ขึ้นไป

ตารางที่ 7 ลำดับของความมีนัยสำคัญของรายการในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

2) การพิจารณามูลค่าของรายการในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

ข้อ 14.07 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก และข้อ 19.07 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับบริษัทที่เติบโต ได้กำหนดการพิจารณามูลค่าของรายการ ซึ่งจากการจำแนกประเภทของรายการ จะพบว่ามีการใช้สัดส่วนของรายการเป็นเกณฑ์เพื่อจัดกลุ่ม ซึ่งสัดส่วนดังกล่าวสามารถพิจารณามูลค่าได้หลายเกณฑ์โดยจะเลือกใช้ตัวเลขมากที่สุดจากอัตราส่วนดังต่อไปนี้

- (1) อัตราส่วนสินทรัพย์
 =
$$\frac{\text{มูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดจากการทำรายการ}}{\text{มูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียน}}$$
- (2) อัตราส่วนกำไร
 =
$$\frac{\text{กำไรจากการดำเนินงานของสินทรัพย์จากการทำรายการ}}{\text{กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียน}}$$
- (3) อัตราส่วนรายได้
 =
$$\frac{\text{รายได้จากการดำเนินงานของสินทรัพย์จากการทำรายการ}}{\text{รายได้ของบริษัทจดทะเบียน}}$$
- (4) อัตราส่วนสิ่งตอบแทน
 =
$$\frac{\text{มูลค่าของสิ่งตอบแทนที่ชำระให้}}{\text{มูลค่าของบริษัทจดทะเบียนตามราคาตลาด}}^*$$
- (5) อัตราส่วนทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น^{**}
 =
$$\frac{\text{มูลค่าทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นที่บริษัทจดทะเบียนใช้เป็นสิ่งตอบแทนที่ชำระให้}}{\text{มูลค่าทุนของบริษัทจดทะเบียนที่ออกจำหน่ายและชำระแล้วก่อนทำรายการ}}$$

บริษัทจดทะเบียนต้องพิจารณาอัตราส่วนทั้งหมดข้างต้นเพื่อการจำแนกประเภทของรายการ ในกรณีที่การได้มาซึ่งสินทรัพย์เกิดขึ้นโดยบริษัทที่ถูกซื้อเข้ามาตรฐานทางบัญชีที่แตกต่างกับบริษัทจดทะเบียน บริษัทจดทะเบียนต้องใช้วิธีการคำนวณที่เหมาะสมและปรับตัวเลขทางบัญชีให้มีมาตรฐานที่ตรงกัน

3) การประเมินมูลค่าของรายการในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

การประเมินมูลค่าของรายการขึ้นอยู่กับประเภทของรายการ ซึ่งสามารถแบ่งออกได้ดังต่อไปนี้

* มูลค่าคิดตามค่าเฉลี่ยของราคาหุ้นที่ปิดตลาดของบริษัทจดทะเบียนของทั้ง 5 วันก่อนที่จะเข้าทำรายการ

** มูลค่าของหนี้สินรวมถึงหุ้นบุริมสิทธิไม่ถูกนำมารวมในการคิดอัตราส่วนทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น

(1) รายการที่เป็นสินทรัพย์

ข้อ 14.09 - 14.10 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก และข้อ 19.09 - 19.10 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต ได้กำหนดหลักเกณฑ์ในการพิจารณารายการที่เป็นสินทรัพย์ทั่วไปดังนี้

กรณีสินทรัพย์ที่ได้มาหรือจำหน่ายไปประกอบด้วยทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น บริษัทจดทะเบียนต้องคำนึงถึงข้อ 14.25 - 14.32 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก และข้อ 19.25 - 19.32 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต เมื่อคำนวณจำนวนสินทรัพย์ทั้งหมดภายใต้รายการที่ทำ

กรณีทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นที่ได้มาหรือจำหน่ายไปของบริษัทจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง หรือตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต สินทรัพย์ทั้งหมดภายใต้รายการที่ทำ ต้องถูกปรับปรุงรายการตามวิธีการประเมินมูลค่าของรายการ⁸

(2) รายการที่เป็นกำไร

ข้อ 14.13 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก และข้อ 19.13 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโตกำหนดว่า

กำไรที่นำมาคำนวณ คือ กำไรสุทธิหลังจากหักค่าใช้จ่ายทั้งหมดแล้ว โดยไม่หักภาษีและดอกเบี้ย⁹ สำหรับกรณีที่ได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์นอกเหนือจากทุนในส่วนผู้ถือหุ้นผ่านบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทย่อย กำไรที่ได้รับจากสินทรัพย์ที่ได้มาหรือจำหน่ายไปนั้นให้นำมารวมคำนวณด้วย

(3) รายการที่เป็นรายได้

ข้อ 14.14 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก และข้อ 19.14 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโตกำหนดว่า

รายได้ที่นำมาคำนวณ คือ รายได้ที่เกิดจากการดำเนินการในธุรกิจหลักของบริษัท แต่ไม่รวมถึงรายได้ที่เกิดขึ้นโดยบังเอิญ ในกรณีที่ได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์นอกเหนือจาก

⁸ ประเมินมูลค่าของรายการตามข้อ 14.16, 14.18 และ 14.19 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก

⁹ ข้อ 14.13 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก

ทุนในส่วนผู้ถือหุ้นผ่านบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทย่อย รายได้ที่ได้รับจากสินทรัพย์ที่ได้มาหรือจำหน่ายไปนั้นให้นำมารวมคำนวณด้วย

(4) รายการที่เป็นสิ่งตอบแทน

ข้อ 14.15 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก และข้อ 19.15 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต กำหนดว่า

มูลค่าของสิ่งตอบแทนจะต้องเป็นราคายุติธรรมที่พิจารณา ณ วันที่ทำสัญญาของรายการตามที่มาตรฐานทางบัญชีกำหนด โดยราคายุติธรรมของสิ่งตอบแทนควรเหมือนกับราคายุติธรรมของสินทรัพย์ภายใต้การทำรายการ ในกรณีที่มีความแตกต่างกันระหว่างราคายุติธรรมของสิ่งตอบแทนกับราคายุติธรรมของสินทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนต้องใช้ราคายุติธรรมของสิ่งที่มีมูลค่าสูงกว่าเพื่อใช้ในการคำนวณ

4) การเปลี่ยนแปลงมูลค่ารายการและการนับรวมรายการในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

ข้อ 14.22 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก และข้อ 19.22 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต กำหนดว่า

ตลาดหลักทรัพย์อาจพิจารณานับรวมรายการต่างๆ ที่เกิดขึ้นในระหว่าง 12 เดือนก่อนวันที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยได้มาซึ่งสินทรัพย์เป็นรายการเดียวกันเพื่อเปรียบเทียบมูลค่าของรายการได้

4.1.4 การดำเนินการในกรณีที่ทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

4.1.4.1 แนวคิดเกี่ยวกับการดำเนินการในกรณีที่เข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

การดำเนินการในกรณีที่เข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกงอยู่ภายใต้แนวคิดที่ต้องการปกป้องนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เช่นเดียวกับประเทศไทย โดยตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงได้ปฏิบัติต่อการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเช่นเดียวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ดังนั้นเมื่อมีการเข้าทำธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแล้ว นอกจากบริษัทจด

ทะเบียนจะมีหน้าที่ต้องขออนุมัติการเข้าทำรายการจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นแล้ว* บริษัทจดทะเบียนยังต้องดำเนินการเสมือนเป็นผู้ที่เข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์รายใหม่ด้วยการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ โดยบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นเจ้าของสินทรัพย์ใหม่ที่ถูกซื้อเข้ามาจะต้องผ่านเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ใหม่

ทั้งนี้แนวคิดดังกล่าวเกิดขึ้นภายใต้วัตถุประสงค์ที่สำคัญคือ การควบคุมคุณภาพของบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งแม้ว่าตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงจะยินยอมให้มีการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมได้ แต่การเข้าจดทะเบียนดังกล่าวต้องไม่ทำให้นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เกิดความเสียหายจากการซื้อหุ้นของบริษัทที่ไม่มีคุณภาพ ซึ่งในอนาคตอาจถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้

4.1.4.2 การดำเนินการก่อนและหลังเข้าทำรายการของบริษัทจดทะเบียนในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

ข้อ 14.33 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก และข้อ 19.33 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต กำหนดว่า

กรณีที่บริษัทจดทะเบียนเข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม บริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่ก่อนเข้าทำรายการ ได้แก่ ทำรายงานบัญชี ขออนุมัติจากผู้ถือหุ้น และยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ ส่วนหน้าที่ภายหลังเข้าทำรายการ ได้แก่ การแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ เผยแพร่การประกาศ ทำหนังสือเวียนแจ้งผู้ถือหุ้น

อย่างไรก็ตาม อาจมีการทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่ไม่มีขนาดใหญ่มาจากที่บริษัทจดทะเบียนถูกกำหนดให้มีหน้าที่ต้องทำเช่นกัน ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

* ขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนได้เสียด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง

การดำเนินการ ประเภทรายการ	แจ้งต่อ ตลาด หลักทรัพย์	เผยแพร่ การ ประกาศ	ทำหนังสือ เวียนแจ้ง ผู้ถือหุ้น	ขออนุมัติ จากผู้ถือ หุ้น	ยื่นคำ ขอให้รับ หลักทรัพย์ ใหม่	ทำ รายงาน บัญชี
รายการหุ้นทั่วไป	✓	✓				
รายการที่ต้อง เปิดเผย	✓	✓				
รายการสำคัญ	✓	✓	✓	✓		✓
จำหน่ายไปอย่างมี นัยสำคัญมาก	✓	✓	✓	✓		
ได้มาอย่างมี นัยสำคัญมาก	✓	✓	✓	✓		✓
จดทะเบียนกับตลาด หลักทรัพย์โดยอ้อม	✓	✓	✓	✓	✓	✓

ตารางที่ 8 การดำเนินการในกรณีที่ทำรายการประเภทต่างๆ ในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

4.1.5 คุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

ข้อ 14.54 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก และข้อ 19.54 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต กำหนดว่า

ตลาดหลักทรัพย์ต้องปฏิบัติต่อบริษัทจดทะเบียนที่เข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเสมือนว่าบริษัทจดทะเบียนนั้นได้ยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ ดังนั้นบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์ของบริษัทดังกล่าวจึงต้องมีคุณสมบัติตามข้อ 8.05 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก หรือข้อ 11.12A ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต และตามเงื่อนไขอื่นๆ ที่กำหนดไว้ในบทที่ 8 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก หรือบทที่ 11 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต แล้วแต่กรณี

ซึ่งจากหลักเกณฑ์ดังกล่าว จะเห็นว่าบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้นั้นต้องมีคุณสมบัติเช่นเดียวกับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ซึ่ง

คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียน คุณสมบัติของหลักทรัพย์จดทะเบียน รวมถึงวิธีการขั้นตอนในการเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ได้ถูกกำหนดไว้ในหลักเกณฑ์ตามบทที่ 8 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก หรือบทที่ 11 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต แล้วแต่กรณี

4.1.6 ขั้นตอนการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

ข้อ 14.34 - 14.55 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก และข้อ 19.34 - 19.55 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจที่เติบโต ได้กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับขั้นตอนการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไว้

โดยสรุปแล้ว บริษัทจดทะเบียนที่ทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมนั้นมีหน้าที่ต้องทำรายงานบัญชี ขออนุมัติจากผู้ถือหุ้น และยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ก่อนที่จะเข้าทำรายการ และเมื่อทำรายการเสร็จสิ้นแล้ว ก็มีหน้าที่ต้องแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ เผยแพร่การประกาศ และทำหนังสือเวียนแจ้งผู้ถือหุ้นให้ทราบถึงรายละเอียดของการเข้าทำรายการด้วย

4.1.7 วิเคราะห์กรณีศึกษาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

กรณีศึกษาที่ 1 คำวินิจฉัยของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ที่ HKEx-LD75-1 (ตุลาคม ค.ศ. 2009) ที่อ้างถึงคำยืนยันของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ในรายงานประจำปี ค.ศ. 2007 ว่าความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ตามข้อ 14.06 (6) เป็นเพียงตัวอย่าง¹⁰

(1) ประเด็น

การได้มาซึ่งสินทรัพย์ของธุรกิจใหม่ตามข้อเท็จจริงต่อไปนี้ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมหรือไม่

¹⁰ Jaques, M. S., Recent developments on reverse takeovers and backdoor listings in Hong Kong [Online], 2010. Available from www.mallesons.com/publications/marketalerts/2010/recentdevelopmentsonreversetakeoversandbackdoorlistingsinhongkong/Pages/default.aspx

(2) ข้อเท็จจริง

บริษัทจดทะเบียน A เป็นบริษัทที่ถูกพักการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เป็นเวลานาน ซึ่งในช่วงเวลาที่เริ่มพักการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นและบริษัทจดทะเบียน A และบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน A ได้ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับการเพาะและขายเมล็ดพันธุ์และต้นไม้

บริษัทจดทะเบียน A ได้ถูกย้ายไปสู่รายชื่อบริษัทที่อยู่ในระยะที่ 2 ของขั้นตอนการถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งหนังสือฉบับที่กฎปฏิบัติฉบับที่ 17 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กำหนดว่า บริษัทจดทะเบียนต้องรักษาระดับของการดำเนินการหรือระดับของสินทรัพย์ที่เหมาะสมให้ได้ตามกฎการจดทะเบียนในกระดานหลักข้อที่ 13.24 จึงจะสามารถดำรงสถานะของบริษัทจดทะเบียนได้ต่อไป

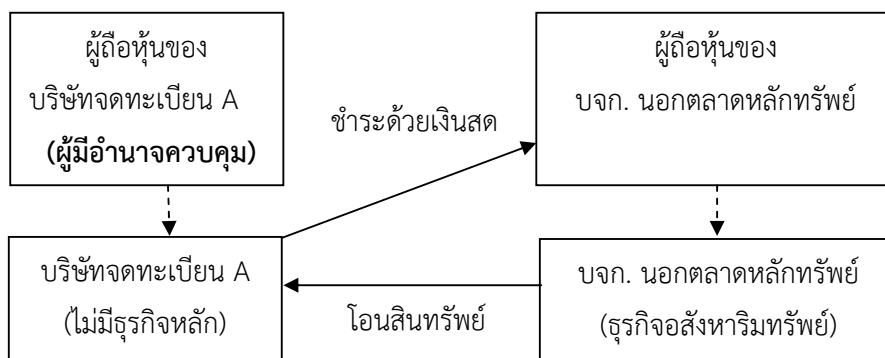
ต่อมาบริษัทจดทะเบียน A ได้ตกลงกับบุคคลภายนอกที่จะโอนหุ้นในบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน A ทั้งหมดให้กับบุคคลภายนอกเพื่อเป็นการตอบแทนตามสัญญา ซึ่งส่งผลให้ธุรกิจหลักของบริษัทจดทะเบียน A ได้ถูกจำหน่ายจ่ายโอนออกไปพร้อมกับการโอนหุ้นให้บุคคลภายนอก ซึ่งการโอนหุ้นดังกล่าวถือเป็นการจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่มีนัยสำคัญมาก (Very substantial disposal)

นอกจากการโอนหุ้นดังกล่าวแล้ว บริษัทจดทะเบียน A ต้องเข้าทำระดมทุนจากประชาชนด้วยการออกหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่เกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรม และผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนโดยบริษัท A ได้รับสินทรัพย์เป็นสิ่งตอบแทน คือ อพาร์ทเมนต์เพื่อให้บริการและธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (รวมเรียกว่า “สินทรัพย์ของธุรกิจใหม่”) จากบุคคลภายนอกซึ่งเป็นผู้ขาย และบุคคลภายนอกจะได้รับเงินสดเป็นสิ่งตอบแทน โดยบุคคลภายนอกดังกล่าวไม่ได้เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน A และไม่ได้รับหุ้นเพิ่มทุนที่ออกโดยบริษัทจดทะเบียน A

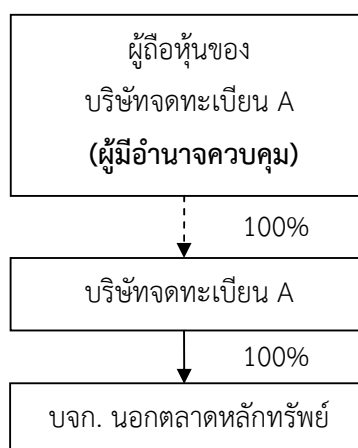
หลังจากเสร็จสิ้นการโอนสินทรัพย์ดังกล่าวแล้ว บริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน A จะหยุดดำเนินธุรกิจหลักของตนเอง และบริษัทจดทะเบียน A จะหันมาประกอบธุรกิจตามสินทรัพย์ของธุรกิจใหม่ที่ได้มา

เมื่อพิจารณาจากสัดส่วนของสินทรัพย์แล้ว พบว่าสินทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียน A ได้มานั้นถือเป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญมาก บริษัทจดทะเบียน A ได้แจ้งแก่ตลาดหลักทรัพย์ว่าการเข้าทำรายการของบริษัทจดทะเบียน A แม้เป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญมาก แต่ก็ไม่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการตามที่กำหนดอยู่ในกฎหมายรวบรวมกิจการของฮ่องกง ดังนั้นบริษัทจดทะเบียน A จึงเห็นว่าการเข้าทำรายการดังกล่าวไม่ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

ก่อนซื้อหลักทรัพย์



หลังซื้อหลักทรัพย์



ภาพที่ 15 โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจากบริษัทจดทะเบียน A ซื้อหลักทรัพย์ของ บจก. นอกตลาดหลักทรัพย์

เมื่อพิจารณาจากข้อ 14.06 (6) ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก ซึ่งกำหนดความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไว้ว่า

“การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (Reverse takeover) หมายถึง การที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งหลักทรัพย์ไม่ว่าภายในครั้งเดียวหรือหลายครั้ง โดยตามความเห็นของตลาดหลักทรัพย์นั้นถือว่าการได้มาซึ่งหลักทรัพย์ดังกล่าวก่อให้เกิด หรือ เป็นส่วนหนึ่งของธุรกรรม หรือ การจัดการ อันถือเป็นความพยายามที่จะนำหลักทรัพย์ที่ได้มานั้นเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยหลีกเลี่ยงที่จะปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ของการเข้าจดทะเบียนใหม่ ซึ่งการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมโดยทั่วไปให้หมายถึง

(a) การที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ไม่ว่าภายในครั้งเดียวหรือหลายครั้ง อันถือเป็นการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมากซึ่งส่งผลหรือจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม ในบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน หรือ

(b) การที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ไม่ว่าภายในครั้งเดียวหรือหลายครั้ง ภายในระยะเวลา 24 เดือน โดยสินทรัพย์นั้นได้มาจากบุคคลหรือกลุ่มบุคคลหรือบุคคลใดๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับบุคคลดังกล่าว ด้วยวิธีการทางสัญญา การจัดการ หรือบันทึกความเข้าใจ อันทำให้บุคคลนั้นได้รับอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน โดยที่การได้รับอำนาจควบคุมดังกล่าวไม่ได้ถูกถือว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แต่การได้มาดังกล่าวถือเป็นการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมาก...”

และข้อ 14.54 (6) ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก กำหนดว่า

“ตลาดหลักทรัพย์ต้องปฏิบัติต่อบริษัทจดทะเบียนที่เข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเสมือนว่าบริษัทจดทะเบียนนั้นได้ยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ บริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์ของบริษัทดังกล่าวต้องมีคุณสมบัติตามข้อ 8.05 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก และตามเงื่อนไขอื่นๆ ที่กำหนดไว้ในบทที่ 8...”

(3) คำวินิจฉัยของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์

ข้อ 14.06 (6) ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลักได้กำหนดขึ้นเพื่อตรวจจับธุรกรรมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ด้วยวัตถุประสงค์ที่ต้องการป้องกันไม่ให้บริษัทจดทะเบียนนำสินทรัพย์ของบริษัทอื่นเข้าจดทะเบียนโดยหลบเลี่ยงเกณฑ์คุณสมบัติของการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ และทำให้แน่ใจว่านักลงทุนได้รับข้อมูลที่ถูกต้องเกี่ยวกับมาตรฐานของสินทรัพย์ที่นำเข้ามาจดทะเบียนภายใต้การเปิดเผยดังกล่าว

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้ถูกกำหนดความหมายอยู่ในข้อ 14.06 (6) ซ้อย่อย (a) และ (b) ซึ่งเป็นการใช้เกณฑ์ในการพิจารณาที่สำคัญ 2 ประการ ได้แก่ (1) การพิจารณาถึงการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมของกิจการ และ (2) การประเมินขนาดของสินทรัพย์ที่ได้มา

ในกรณีดังกล่าวข้างต้น บริษัทจดทะเบียน A ได้แจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ว่าการได้มาดังกล่าวไม่ได้เข้าเงื่อนไขตามนิยามของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ไม่ว่าจะมีความหมายตามซ้อย่อย (a) หรือ (b) เนื่องจากการได้มาซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวไม่ได้ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมในกิจการของบริษัทจดทะเบียน A

ข้อย่อย (a) และ (b) ของข้อ 14.06 (6) ได้กล่าวถึงรูปแบบโดยเฉพาะเจาะจงของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แต่ไม่ได้หมายความว่ารูปแบบของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมจะมีเพียงเท่านั้น ดังนั้นธุรกรรมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมจึงไม่ได้มีความหมายแค่เพียงที่ปรากฏตามข้อย่อย (a) และ (b) แต่ธุรกรรมอื่นๆ นอกเหนือจากนี้ยังอาจถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้อีกด้วย

เมื่อตลาดหลักทรัพย์เห็นว่ากรณีตามข้อย่อย (a) และ (b) ของข้อ 14.06 (6) เป็นเพียงแค่ตัวอย่างของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึงเห็นว่าการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน A ตามกรณีข้างต้น ก็ถือเป็นการทำรายการเพื่อนำสินทรัพย์ของบริษัทนอกตลาดเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมด้วย เนื่องจากกลุ่มบริษัทจดทะเบียน A ได้จำหน่ายจ่ายโอนธุรกิจหลักของบริษัทจดทะเบียน A ออกไปก่อนที่จะเข้าทำรายการทำให้บริษัทจดทะเบียน A เป็นบริษัทที่ไม่มีการประกอบธุรกิจอย่างแท้จริงหรือเป็นบริษัทมีเพียงเปลือก (Listed shell) และการได้มาซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวเป็นการกระทำที่ถือเป็นส่วนหนึ่งของการทำธุรกรรมและการจัดการหลายครั้งที่ก่อให้เกิดความพยายามที่จะทำให้ธุรกิจใหม่ได้รับสถานะของบริษัทจดทะเบียน ดังนั้นการได้มาซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวย่อมถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมอันส่งผลให้บริษัทจดทะเบียน A ต้องดำเนินการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ตามข้อ 14.54 ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลัก

วิเคราะห์กรณีศึกษาที่ 1

จากกรณีศึกษาที่ 1 จะเห็นว่าคำวินิจฉัยของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ที่ HKEx-LD75-1 (ตุลาคม ค.ศ. 2009) ได้กล่าวไว้อย่างชัดเจนว่าความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมที่ปรากฏอยู่ในข้อ 14.06 (6) ข้อย่อย (a) และ (b) ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลักนั้น เป็นเพียงตัวอย่างของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไม่ได้จำกัดอยู่เพียงแค่ตัวอย่างที่ปรากฏในข้อ 14.06 เท่านั้น ดังนั้นกรณีที่บริษัทจดทะเบียน A ได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน A จนถือเป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีนัยสำคัญมากนั้น แม้ว่าการได้มาซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวจะไม่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการตามกฎหมายควบรวมกิจการของฮ่องกง แต่การได้มาซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวก็ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแล้ว เนื่องจากกลุ่มบริษัทจดทะเบียน A ไม่มีการประกอบธุรกิจอย่างแท้จริงก่อนเข้าทำรายการ ดังนั้นการได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทนอกตลาดจึงถือเป็นการนำธุรกิจใหม่เข้ามาเพื่อให้ได้สถานะของบริษัทจดทะเบียน อันถือเป็นการทำธุรกรรมเพื่อเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

จากคำวินิจฉัยดังกล่าว จะเห็นว่าการพิจารณาว่าธุรกรรมใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมนั้น มีการพิจารณาแยกกันระหว่างเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ และเกณฑ์อำนาจควบคุมกิจการ โดยการทำการรายการที่ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยอ้อมไม่จำเป็นต้องเข้าเงื่อนไขของทั้งสองเกณฑ์พร้อมกัน เพียงแต่เข้าเงื่อนไขของเกณฑ์ใดเกณฑ์หนึ่งก็ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแล้ว

ซึ่งเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์สามารถพิจารณาได้ก่อนเข้าทำการรายการ ด้วยการนำขนาดของสินทรัพย์ระหว่างบริษัทจดทะเบียนที่เป็นผู้ซื้อสินทรัพย์กับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่เป็นผู้ขายสินทรัพย์มาเปรียบเทียบกัน ซึ่งหากว่าสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมีขนาดใหญ่กว่า การเข้าซื้อซึ่งสินทรัพย์นั้นถือเป็นการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีนัยสำคัญมาก และอาจถือถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้ ซึ่งในคำวินิจฉัยข้างต้นก็มีการให้เหตุผลเพิ่มเติมว่าสินทรัพย์ที่ได้มานั้นถือเป็นสินทรัพย์ที่นำมาซึ่งธุรกิจใหม่ของบริษัทจดทะเบียน A เนื่องจากสินทรัพย์ที่เป็นธุรกิจเดิมของบริษัทจดทะเบียน A ได้ถูกจำหน่ายออกไปแล้ว ดังนั้นการได้มาซึ่งสินทรัพย์ใหม่อย่างมีนัยสำคัญมากของบริษัทจดทะเบียน A จึงถือเป็นการนำสินทรัพย์ของบริษัทนอกตลาดเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

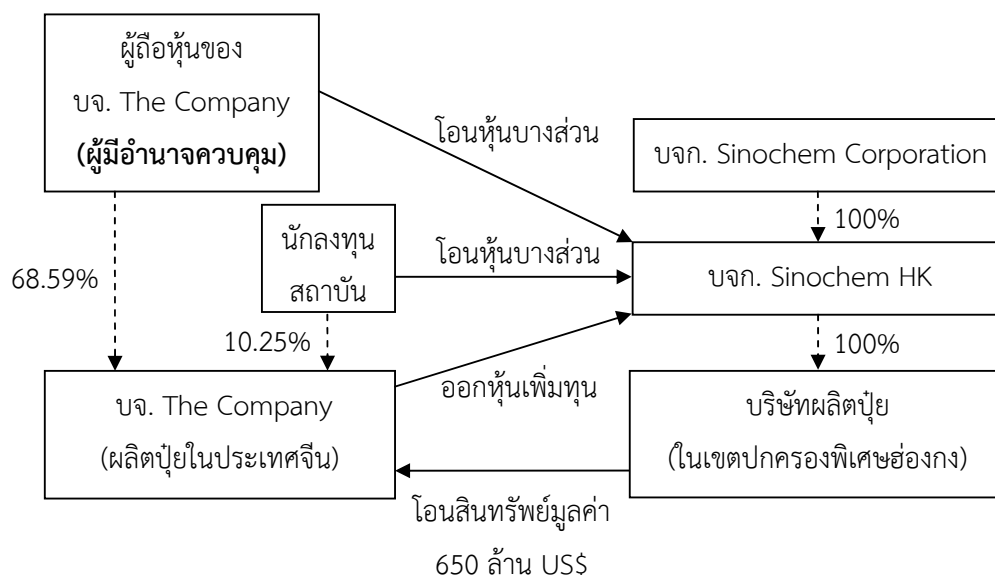
อย่างไรก็ตาม จากแนวคำวินิจฉัยดังกล่าวอาจเป็นที่สงสัยว่าหากมีกรณีอื่นที่ปรากฏข้อเท็จจริงว่าการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีนัยสำคัญมากไม่ได้ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงประเภทธุรกิจหรือภายหลังการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีนัยสำคัญมากแล้ว บริษัทจดทะเบียนที่ได้มาซึ่งสินทรัพย์นั้นยังคงประกอบธุรกิจเดิมของบริษัทจดทะเบียนอยู่ โดยไม่ได้เปลี่ยนแปลงประเภทธุรกิจตามสินทรัพย์ใหม่ที่ได้มา คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์จะเห็นว่ากรณีดังกล่าวถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมหรือไม่

สำหรับเกณฑ์อำนาจควบคุมสามารถพิจารณาได้ภายหลังเข้าทำการรายการ โดยพิจารณาตามคำจำกัดความของการมีอำนาจควบคุมตามกฎหมายควบคุมกิจการของฮ่องกง คือ การได้มาซึ่งสินทรัพย์นั้นมีผลทำให้กลุ่มผู้ถือหุ้นใหม่มีสิทธิออกเสียงในหุ้นมากกว่า 30% ของหุ้นทั้งหมดในบริษัทจดทะเบียนภายหลังการเข้าทำการรายการ ซึ่งการพิจารณาตามเกณฑ์อำนาจควบคุมนั้นอาจพิจารณาได้ตามความหมายที่ปรากฏอยู่ในกฎหมายควบคุมกิจการของฮ่องกง โดยไม่ต้องคำนึงถึงข้อเท็จจริงที่ว่าบริษัทจดทะเบียนได้มีการเปลี่ยนแปลงประเภทของธุรกิจตามสินทรัพย์ใหม่ที่ได้มาหรือไม่

กรณีศึกษาที่ 2 บริษัท The Company จำกัด (มหาชน) ซื้อสินทรัพย์ของบริษัท Sinochem Hong Kong จำกัด อันส่งผลให้บริษัท Sinochem Hong Kong จำกัด สามารถเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเพื่อขยายธุรกิจการผลิตปุ๋ยเพื่อการเกษตร¹¹

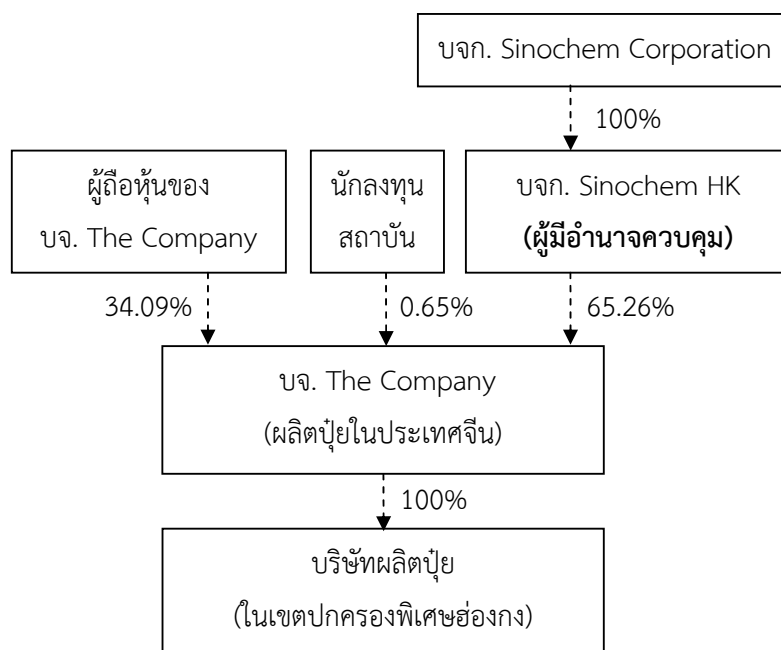
บริษัท Sinochem Hong Kong จำกัด (“บจก. Sinochem HK”) เป็นบริษัทผู้ถือหุ้น (Holding company) ในบริษัทอื่นที่ประกอบธุรกิจหลากหลายประเภท เช่น การเงิน ประกันภัย การขนส่ง อสังหาริมทรัพย์ การขุดเจาะน้ำมัน ผลิตภัณฑ์เคมี รวมทั้งธุรกิจการผลิตปุ๋ยเพื่อการเกษตร ซึ่ง บจก. Sinochem HK ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์เพื่อขยายธุรกิจการผลิตปุ๋ยให้ใหญ่ขึ้น ดังนั้นจึงเลือกทำธุรกรรมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียน คือ บริษัท The Company จำกัด (มหาชน) (“บจ. The Company”) ซึ่งประกอบธุรกิจผลิตปุ๋ยที่มีการลงทุนขนาดใหญ่อยู่ในประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน โดยการเข้าทำธุรกรรมดังกล่าว บจก. Sinochem HK จะโอนสินทรัพย์ของบริษัทย่อยของตนเองที่ทำธุรกิจผลิตปุ๋ยในฮ่องกง ซึ่งมีมูลค่าสูงถึง US\$ 650,000,000 ให้ บจ. The Company เพื่อแลกกับหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 580 ล้านหุ้นที่ออกโดย บจ. The Company และหุ้นจำนวน 657 ล้านหุ้นของผู้ถือหุ้นเดิมของ บจ. The Company รวมถึงหุ้นจำนวน 390 ล้านหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่ถืออยู่ใน บจ. The Company ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นของ บจก. Sinochem HK กลายเป็นผู้มีอำนาจควบคุมใน บจ. The Company ด้วยการถือหุ้นสัดส่วน 65.26% ของหุ้นทั้งหมดใน บจ. The Company

ก่อนซื้อสินทรัพย์



¹¹ Charlton, J., RTOs vs. IPOs [Online], 2009. Available from wenku.baidu.com/view/3aa1a86a7e21af45b307a8ec.html

หลังซื้อสินทรัพย์



ภาพที่ 16 โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจาก บจก. Sinochem HK เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่าน บจ. The Company

วิเคราะห์กรณีศึกษาที่ 2

จากการพิจารณากรณีศึกษาที่ 2 พบว่า บจก. Sinochem HK ได้รับประโยชน์ที่สำคัญ 2 ประการ จากการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่าน บจ. The Company ได้แก่

(1) การได้รับสถานะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงจากการซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนแบบย้อนกลับอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ทำให้ บจก. Sinochem HK สามารถใช้สถานะบริษัทจดทะเบียนของ บจ. The Company ในการระดมทุนเพื่อใช้ขยายธุรกิจได้ในอนาคต และ

(2) การรวมธุรกิจกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจประเภทเดียวกับตนเอง คือ บจ. The Company ทำให้เสริมสร้างความแข็งแกร่งของธุรกิจการผลิตปุ๋ยเพื่อการเกษตรซึ่งเป็นธุรกิจหนึ่งของ บจก. Sinochem HK มากขึ้น พร้อมทั้งเปิดตลาดการผลิตปุ๋ยเพื่อการเกษตรไปสู่ประเทศจีน ซึ่ง บจ. The Company มีฐานการผลิตและมีกลุ่มลูกค้าประจำอยู่แล้ว

4.1.8 สรุปข้อคิดเห็นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ในเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

การวิเคราะห์หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกงสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเด็นใหญ่ๆ ดังนี้

1) การพิจารณาว่ารายการประเภทใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการพิจารณาว่าการเข้าทำรายการประเภทใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกงนั้น สามารถแบ่งการพิจารณาได้เป็น 2 ช่วงเวลา ได้แก่

(1) การพิจารณาก่อนเข้าทำรายการ

การพิจารณาก่อนเข้าทำรายการจะใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ในการพิจารณา โดยเปรียบเทียบขนาดระหว่างสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใบบริษัทจดทะเบียนกับสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน หากสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใบบริษัทจดทะเบียนมีขนาดใหญ่กว่า คือ มีขนาดตั้งแต่ 100% ของสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน การได้มาซึ่งสินทรัพย์ดังกล่าวย่อมถือเป็นการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมาก ดังนั้นการทำรายการของบริษัทจดทะเบียนเพื่อให้ได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่กว่าตัวเอง ย่อมถือเป็นการนำบริษัทที่มีใบบริษัทจดทะเบียนเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงจะเน้นการพิจารณาด้วยเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์อย่างมาก ซึ่งจะเห็นได้จากคำวินิจฉัยของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ที่ HKEx-LD75-1 (ตุลาคม ค.ศ. 2009) ที่สามารถใช้ดุลพินิจตีความว่าการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่มาก แม้ไม่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียน ก็ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

จากกรณีที่ปรากฏตามคำวินิจฉัยของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ที่ HKEx-LD75-1 (ตุลาคม ค.ศ. 2009) แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงมีแนวคิดในการใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ตรวจจับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แยกโดยเด็ดขาดออกจากการตรวจจับโดยใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมกิจการ เนื่องจากเมื่อการทำธุรกรรมมีลักษณะตามเกณฑ์ใดเกณฑ์หนึ่ง ก็ย่อมถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ดังนั้นแนวคิดของเขตปกครองพิเศษฮ่องกงในการใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ตรวจจับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมจึงมีลักษณะคล้ายคลึงกับประเทศไทย ที่ใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์แยกโดยเด็ดขาดจากการใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมกิจการ

(2) การพิจารณาหลังเข้าทำรายการ

การพิจารณาหลังเข้าทำรายการจะใช้เกณฑ์อำนาจควบคุม โดยพิจารณาว่าภายหลังการทำรายการมีการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมหรือไม่ ซึ่งการเปลี่ยนแปลง “อำนาจควบคุม” นั้น ถูกกำหนดอยู่ในกฎข้อที่ 26.1 ของกฎหมายควบรวมกิจการของฮ่องกง (Takeover Code) โดยวางหลักว่า ผู้มีอำนาจควบคุมกิจการ สามารถใช้สิทธิออกเสียงไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อมตั้งแต่ 30% ขึ้นไป* ดังนั้นหากการได้มาซึ่งสิทธิ์ของบริษัที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่สามารถเข้ามาถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงตั้งแต่ 30% ขึ้นไปในบริษัทจดทะเบียน การได้มานั้นถือว่าเป็นการเกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียน และรายการดังกล่าวถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

โดยสรุปแล้ว หลักเกณฑ์ในการพิจารณาว่ารายการประเภทใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในเขตปกครองพิเศษฮ่องกงถือว่ามีความใกล้เคียงกับประเทศไทยค่อนข้างมาก เนื่องจากมีการใช้เกณฑ์ในการตรวจจบบริษัทั้งหมดทั้งแบบเชิงรุก (เกณฑ์ขนาดของสิทธิ์) และแบบเชิงรับ (เกณฑ์อำนาจควบคุม) แยกออกจากกัน โดยการใช้แต่ละเกณฑ์ขึ้นอยู่กับช่วงเวลาในการพิจารณาก่อนและหลังเข้าทำรายการ

2) การดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนในกรณีที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนในกรณีที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในฮ่องกงนั้นมีความคล้ายคลึงกับไทย ซึ่งสามารถแบ่งการดำเนินการได้เป็น 2 ช่วงเวลา คือ

(1) การดำเนินการก่อนทำรายการ

การดำเนินการก่อนทำรายการ ได้แก่ การทำรายงานบัญชี การขออนุมัติจากผู้ถือหุ้น และการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่

หน้าที่ในการดำเนินการก่อนทำรายการนั้นเป็นหน้าที่ที่ถูกกำหนดขึ้นเพื่อให้เกิดการตรวจสอบว่าบริษัทนอกตลาดมีความเหมาะสมที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือไม่ และให้เกิดการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นในการตัดสินใจว่าบริษัทจดทะเบียนควรเข้าทำรายการหรือไม่ โดยผู้ที่ร่วมตรวจสอบการเข้าทำรายการ ได้แก่ ที่ปรึกษาทางการเงินระดับวิชาชีพที่สามารถให้ความเห็นทางบัญชี

* ก่อนการแก้ไขกฎหมายในปี ค.ศ. 2001 กฎหมายควบรวมกิจการของฮ่องกงกำหนดระดับ (Threshold) ของการมีอำนาจควบคุมไว้ที่ 35%

และการเงินผ่านรายงานทางบัญชีที่จัดทำขึ้นเพื่อให้ผู้ถือหุ้นและตลาดหลักทรัพย์สามารถเข้าใจถึงลักษณะของธุรกรรมที่เกิดขึ้นได้ตรงตามความเป็นจริง นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงก็เข้ามาตรวจสอบว่าบริษัทนอกตลาดที่จะเข้ามาซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนแบบย้อนกลับนั้นมีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมหรือไม่ ด้วยการกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่เพื่อพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน เช่นเดียวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ซึ่งเมื่อได้รับอนุญาตจากตลาดหลักทรัพย์ให้ทำรายการได้ ก็ต้องผ่านขั้นตอนการให้ความเห็นชอบในการทำรายการโดยที่ประชุมผู้ถือหุ้นที่มีโอกาสเข้ามามีส่วนร่วมในการตัดสินใจทางธุรกิจที่สำคัญของบริษัทจดทะเบียน

ดังนั้นหน้าที่ในการดำเนินการก่อนทำรายการจึงถือเป็นส่วนสำคัญที่สุดในหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม เนื่องจากเป็นมาตรการที่ใช้ควบคุมคุณภาพของบริษัทที่ต้องการเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมอย่างแท้จริง ซึ่งเมื่อพิจารณาแล้ว จะเห็นว่าแนวทางในการกำหนดหน้าที่ก่อนเข้าทำรายการของเขตปกครองพิเศษฮ่องกงมีความคล้ายคลึงกับประเทศไทย โดยกำหนดให้ต้องขออนุมัติการเข้าทำรายการจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น และต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ ซึ่งการที่บริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่ต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ได้ส่งผลให้บริษัทนอกตลาดต้องถูกตรวจสอบคุณสมบัติในมาตรฐานเดียวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ทั้งนี้หน้าที่ดังกล่าวถูกกำหนดขึ้นภายใต้วัตถุประสงค์ที่สำคัญเหมือนกัน คือ ต้องการคุ้มครองผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน

(2) การดำเนินการหลังทำรายการ

การดำเนินการก่อนทำรายการ ได้แก่ การแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ การเผยแพร่การประกาศ และทำหนังสือเวียนแจ้งผู้ถือหุ้นให้ทราบถึงรายละเอียดการเข้าทำรายการ

หน้าที่ในการดำเนินการหลังทำรายการนั้นเป็นหน้าที่ที่เกี่ยวข้องกับการให้ข้อมูลแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนและนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ด้วยการแจ้งให้บุคคลที่เกี่ยวข้องกับการทำรายการได้ทราบ โดยกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องแจ้งรายละเอียดของรายการที่ทำแล้วแก่ตลาดหลักทรัพย์และผู้ถือหุ้น รวมถึงเผยแพร่ให้นักลงทุนอื่นๆ ทราบผ่านการประกาศตามที่กฎหมายกำหนด ซึ่งจะเห็นได้ว่าแนวทางในการกำหนดหน้าที่หลังทำรายการของเขตปกครองพิเศษฮ่องกงมีความคล้ายคลึงกับประเทศไทยเช่นกัน

นอกจากนี้ยังมีการกำหนดข้อห้ามในการโอนหุ้นสำหรับผู้ถือหุ้นรายใหม่ในบริษัทจดทะเบียน โดยห้ามไม่ให้บุคคลที่มีรายชื่อในบริษัทจดทะเบียนในฐานะผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมทำการโอนหุ้นของตนเองไม่ว่าจำนวนเท่าใดก็ตามภายใน 6 เดือนหลังจากเริ่มต้นการเข้าทำรายการ ซึ่งข้อห้ามดังกล่าวของเขตปกครองพิเศษฮ่องกงคล้ายคลึงกับข้อห้ามการโอนหุ้น (Silent period) ใน

ประเทศไทยที่ใช้แนวทางการห้ามโอนหุ้นในการจดทะเบียนทางอ้อมเช่นเดียวกับทางตรง เพียงแต่ข้อห้ามการโอนหุ้นของประเทศไทยมีการผ่อนปรนหลักเกณฑ์ คือ ห้ามโอนหุ้นเพียงจำนวน 55% ของทุนชำระแล้วภายในระยะเวลา 1 ปี (ทยอยขายได้ 25% ของหุ้นที่ห้ามขายเมื่อครบ 6 เดือน)

ผู้เขียนเห็นว่าแนวทางในการกำหนดข้อห้ามการโอนหุ้นของเขตปกครองพิเศษฮ่องกงเหมาะสมกับธุรกรรมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมากกว่าประเทศไทย เนื่องจากผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ต้องการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมนั้นอาจมีแรงจูงใจในการทำกำไรจากการสร้างราคาหุ้นแล้วขายออกไปในระยะสั้น ดังนั้นการจำกัดไม่ให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่ในบริษัทจดทะเบียนได้มีโอกาสในการโอนหุ้นเลยในช่วงแรกที่ทำรายการเสร็จ จึงเป็นวิธีหนึ่งที่ลดโอกาสการทำการกำไรด้วยวิธีดังกล่าวได้ และประเทศไทยควรจะนำแนวทางนี้ไปใช้ปรับปรุงหลักเกณฑ์การห้ามโอนหุ้นของประเทศไทยด้วย

อย่างไรก็ตาม ข้อห้ามการโอนหุ้นไม่ว่าจำนวนเท่าใดก็ตามของเขตปกครองพิเศษฮ่องกงภายในระยะเวลา 6 เดือนหลังจากทำรายการ อาจมีการกำหนดระยะเวลาห้ามโอนที่น้อยเกินไปเมื่อเทียบกับข้อห้ามการโอนหุ้นของประเทศเกาหลีใต้และประเทศสหรัฐอเมริกา ที่ห้ามการโอนหุ้นไม่ว่าจำนวนเท่าใดก็ตามภายในระยะเวลา 1 ปีหลังจากทำรายการ ซึ่งจะศึกษาต่อไปในหัวข้อที่ 4.2 และ 4.3

4.2 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้

ตลาดทุนซึ่งเป็นตลาดหลักในประเทศเกาหลีใต้ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ KOSPI (The Korea Composite Stock Price Index) และตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ (Korean Securities Dealers Automated Quotations) ภายใต้การกำกับดูแลของตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้ (Korea Exchange หรือ KRX) โดยข้อมูลสิ้นสุดในเดือนมิถุนายน 2554 แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้มีมูลค่าตลาดทั้งสิ้น 107% ต่อ GDP ของเกาหลีใต้ และบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้ทั้งหมดมีจำนวนมากถึง 1,801 บริษัท โดยมีรายละเอียดของหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้ดังต่อไปนี้

4.2.1 ความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้

มาตรา 2 (4) ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI และมาตรา 2 (7) ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ ได้ให้ความหมายที่คล้ายคลึงกันว่า

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (Backdoor listing) หมายถึง กรณีที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI (หรือ KOSDAQ) เข้าทำรายการควบกิจการ แลกหุ้น เข้าซื้อกิจการหรือสินทรัพย์ การลงทุนในมูลค่ากิจการ กับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน* จนทำให้มีการเปลี่ยนแปลงสิทธิในการบริหาร และส่งผลให้หลักทรัพย์ประเภททุนของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI (หรือ KOSDAQ)

ซึ่งมาตรา 2-2 (3) ของกฎการบังคับใช้สำหรับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI ได้กำหนดนิยามของการเปลี่ยนแปลงสิทธิในการบริหารหรือการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการ โดยให้หมายถึงการที่จำนวนหุ้นในบริษัทจดทะเบียนถูกถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดและบุคคลที่เกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้นดังกล่าว ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดดังกล่าวถือหุ้นมากกว่าผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนตั้งแต่ 5% ขึ้นไป ในกรณีดังกล่าวให้ถือว่าเกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการในบริษัทจดทะเบียน

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมของประเทศเกาหลีใต้สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 รูปแบบใหญ่ๆ ได้แก่

รูปแบบที่ 1 ตามมาตรา 2 (4) ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI และมาตรา 18-4 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (Backdoor Listing) ในกรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้าทำรายการกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีวัตถุประสงค์ในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งสามารถแบ่งออกได้เป็น 3 กรณี ดังนี้

- (1) การควบรวมระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน¹²
- (2) การแลกหุ้นระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน¹³
- (3) การที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้าซื้อกิจการ (Take over) ของบริษัทจดทะเบียน¹⁴

* รวมถึงบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ประเภททุนที่ไม่ใช่ใบรับรองหุ้น

¹² ตามมาตรา 19 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

¹³ ตามมาตรา 19-2 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

¹⁴ ตามมาตรา 19-3 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

รูปแบบที่ 2 ตามมาตรา 19-4 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (Backdoor Listing) ในกรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนควบรวมกิจการกับบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะตามมาตรา 19-4 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

บริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะ (Special Purpose Acquisition Company หรือ SPAC) เป็นบริษัทจดทะเบียนที่มีคุณสมบัติตามมาตรา 7-3 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ โดยบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะไม่มีวัตถุประสงค์ในการดำเนินธุรกิจ เป็นเพียงบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์เพื่อระดมทุนจากประชาชนมาเก็บไว้กับผู้ดูแลหลักทรัพย์สิน โดยภายหลังจากระดมทุนแล้ว บริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะต้องหาบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่มีคุณสมบัติเหมาะสมมาควบรวมกิจการด้วยตามที่กำหนดในมาตรา 19-4 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ การที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้าควบรวมกิจการกับบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมรูปแบบหนึ่ง โดยบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำเงินทุนที่บริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะระดมมาจากประชาชนก่อนหน้านั้นมาใช้ได้ เสมือนกับว่าบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนได้ระดมเงินทุนจากประชาชนด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรกด้วยตนเอง

4.2.2 หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้ สามารถแบ่งออกเป็นหลักเกณฑ์ที่นำมาใช้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ 2 ตลาดใหญ่ๆ ได้แก่

- 1) กฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI (KOSPI Market Listing Regulation) และกฎการบังคับใช้สำหรับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI (Enforcement Rules of KOSPI Market Listing Regulation) ที่นำมาใช้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ KOSPI
- 2) กฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ (KOSDAQ Market Listing Regulation) และกฎการบังคับใช้สำหรับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ (Enforcement Rules of KOSPI Market Listing Regulation) ที่นำมาใช้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

4.2.3 การพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้

4.2.3.1 แนวคิดเกี่ยวกับการพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้¹⁵

รูปแบบการทำธุรกรรมระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (Backdoor listing) ได้ถูกนำมาใช้ในประเทศเกาหลีใต้เช่นเดียวกับตลาดหุ้นในประเทศอื่นๆ ภายใต้แรงจูงใจที่ต้องการเข้าไประดมทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยใช้ทางลัด ที่ไม่ต้องผ่านขั้นตอนและการตรวจสอบคุณสมบัติที่ยุ้งยากแบบทางตรง ดังนั้นคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้จึงมีความกังวลว่าบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมนั้นจะมีคุณภาพที่ไม่เหมาะสม จึงได้กำหนดหลักเกณฑ์ขึ้นมาเพื่อกำกับดูแลการเข้าทำธุรกรรมดังกล่าว ซึ่งทางตลาดหลักทรัพย์ได้ทำการรวบรวมหลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้ และจัดทำหลักเกณฑ์การจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งสองตลาดในเดือนมกราคม ค.ศ. 2005 ได้แก่ กฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI และ กฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ รวมทั้งได้จัดทำกฎการบังคับใช้ (Enforcement Rules) ของแต่ละตลาดแยกต่างหากด้วย

หลักเกณฑ์ที่นำมาใช้กำกับดูแลธุรกรรมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในช่วงแรกมีลักษณะที่สำคัญดังนี้

1) การพิจารณาว่าธุรกรรมใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้นำหลักเกณฑ์การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุก (Positive listing approach) มาใช้เพียงอย่างเดียว โดยหลักเกณฑ์ดังกล่าวเป็นการพิจารณาขนาดของสินทรัพย์ก่อนเข้าทำรายการซึ่งจำกัดอยู่ที่การทำธุรกรรม ได้แก่ การควบรวมกิจการ การแลกหุ้น การโอนสินทรัพย์โดยการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อแลกกับสินทรัพย์ การโอนธุรกิจ และการลงทุนในส่วนของกิจการ (จำกัดอยู่ที่การลงทุนในหุ้น) ซึ่งการพิจารณาธุรกรรมดังกล่าวไม่ได้คำนึงถึงการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับ (Negative listing approach) ด้วย จึงไม่ได้คำนึงถึงว่าการเข้าทำธุรกรรมดังกล่าวส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมหรือไม่ ดังนั้นจะเห็นได้ว่าการพิจารณาธุรกรรมในเชิงบวกเพียงอย่างเดียว อาจทำให้เกิดการตรวจจับธุรกรรมที่ไม่ได้มีเจตนาที่จะเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมอย่างแท้จริง เนื่องจากการตรวจจับธุรกรรมมุ่งเน้นไปที่การพิจารณาขนาดของสินทรัพย์ โดยหากขนาดสินทรัพย์ที่ได้มานั้นมีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน ย่อมถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับ

¹⁵ Jong, K. P. ,and Sung-Soo, C., Plan to regulate the back-door listing [Online], 2010. Available from [www.kimchang.com/UserFiles/files/Newsletter_Autumn10\[0\].pdf](http://www.kimchang.com/UserFiles/files/Newsletter_Autumn10[0].pdf)

ตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แม้ว่า การเข้าซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวจะไม่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการก็ตาม นอกจากนี้การพิจารณาเพียงแต่ขนาดของสินทรัพย์เพียงอย่างเดียว อาจทำให้ไม่สามารถตรวจจับธุรกรรมการได้มาซึ่งสินทรัพย์ที่มีขนาดเล็กกว่าสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน แต่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมของกิจการได้

2) การตรวจสอบบัญชีของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนไม่ได้มีการกำหนดมาตรฐานไว้อย่างชัดเจน ซึ่งส่งผลให้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมสร้างความเสียหายให้แก่นักลงทุน อันเนื่องมาจากการถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากบริษัทจดทะเบียนภายหลังจากคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ตรวจสอบแล้วพบว่ามีพฤติกรรมด้วยการสร้างรายงานทางบัญชีอันเป็นเท็จภายใต้ระบบการตรวจสอบบัญชีที่ไม่ได้มาตรฐาน

3) มาตรฐานด้านคุณสมบัติของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่สามารถเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมนั้นกำหนดไว้ต่ำกว่ามาตรฐานด้านคุณสมบัติของบริษัทที่สามารถเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดมาตรฐานไว้แต่เพียงว่า (1) บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนต้องมีกำไรจากผลประกอบการในปีล่าสุด (2) ไม่ปรากฏว่ามีภาระหนี้สินมากกว่าสินทรัพย์ และ (3) ได้รับการประเมินทางบัญชีในระดับ “ปานกลาง” ขึ้นไป สำหรับผลประกอบการของบริษัทในระยะเวลา 3 ปีล่าสุด ซึ่งการกำหนดมาตรฐานของบริษัทที่ต่ำกว่าการเข้าจดทะเบียนทางตรงดังกล่าว ย่อมส่งผลให้เกิดปัญหาด้านคุณภาพของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมอันส่งผลให้บริษัทดังกล่าวไม่สามารถคงสถานะของบริษัทจดทะเบียนไว้ได้ และอาจถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากบริษัทจดทะเบียนซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทดังกล่าวในภายหลัง

ดังนั้นต่อมาจึงมีการแก้ไขเพิ่มเติมหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในสาระสำคัญ ดังต่อไปนี้

ในเดือนตุลาคม ค.ศ. 2006 ได้แก้ไขหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการพิจารณาว่าธุรกรรมใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยนอกจากจะใช้หลักเกณฑ์การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุก (Positive listing approach) ภายใต้อัตราขนาดของสินทรัพย์ก่อนเข้าทำรายการแล้ว ยังได้เพิ่มเติมหลักเกณฑ์การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับ (Negative listing approach) ภายใต้อัตราการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมด้วย โดยสามารถสรุปสาระสำคัญได้ว่า¹⁶ ในกรณีที่มีการควบรวมกิจการ โดยใช้หุ้นแลกหุ้น หรือแลกธุรกิจ หรือแลกเปลี่ยนระหว่างบริษัท

¹⁶ Asialaw, Korean Update: Backdoor Listings Restricted [Online], 2011. Available from www.asialaw.com/Article/1989221/Channel/16478/Korean-Update-Backdoor-Listings-Restricted.html

จดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน หากว่าภายหลังการทำธุรกรรมดังกล่าว ปรากฏว่าจำนวนหุ้นในบริษัทจดทะเบียนถูกถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดและบุคคลที่เกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้นดังกล่าวซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดดังกล่าวถือหุ้นมากกว่าผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนตั้งแต่ 5% ขึ้นไป ให้ถือว่าเกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการในบริษัทจดทะเบียน¹⁷

ในเดือนตุลาคม ค.ศ. 2009 ได้มีการเพิ่มเติมหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการนำบริษัทที่ไม่ได้มีการประกอบธุรกิจเข้ามายื่นจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในรูปแบบของบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะ (Special Purpose Acquisition Company หรือ SPAC)¹⁸ เพื่อระดมเงินจากประชาชนมาเก็บไว้กับผู้ดูแลทรัพย์สิน (Escrow) และรอให้มีบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่มีคุณสมบัติเหมาะสมเข้ามาควบรวมกิจการกับบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนจะต้องไม่น้อยกว่า 80% ของจำนวนเงินทุนที่ระดมจากประชาชนแล้วมาไว้กับผู้ดูแลทรัพย์สิน ซึ่งแนวความคิดดังกล่าว นำมาจากรูปแบบของบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะในประเทศสหรัฐอเมริกา

ในเดือนธันวาคม ค.ศ. 2010 ได้แก้ไขหลักเกณฑ์เกี่ยวกับมาตรฐานด้านคุณสมบัติของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่สามารถเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยกำหนดให้ต้องมีมาตรฐานเช่นเดียวกับคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง¹⁹ เพื่อแก้ไขปัญหาด้านคุณภาพของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

จากประวัติความเป็นมาโดยย่อของหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม สามารถสรุปได้ว่าปัจจุบันการพิจารณาว่าธุรกรรมใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้ ใช้ทั้งหลักเกณฑ์การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุก (Positive listing approach) ภายใต้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ก่อนเข้าทำรายการแล้ว และหลักเกณฑ์การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับ (Negative listing approach) ภายใต้เกณฑ์การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมที่พิจารณาจากสัดส่วนการถือหุ้นภายหลังการทำรายการ

4.2.3.2 การเข้าทำรายการที่ถือว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้

¹⁷ มาตรา 2-2 (3) ของกฎการบังคับใช้สำหรับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI

¹⁸ มาตรา 19-4 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

¹⁹ มาตรา 32-4 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI และมาตรา 6 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

1) การควบรวมระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

มาตรา 19 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ กำหนดว่า

การควบรวมระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คือ กรณีที่บริษัทจดทะเบียนควบรวมกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนแล้ว เมื่อพิจารณาหลักทรัพย์ทั้งหมด มูลค่าหลักทรัพย์ และยอดขาย หากพบว่า 2 ใน 3 สิ่งที่พิจารณาของบริษัทนอกตลาดสูงกว่าจำนวนดังกล่าวของบริษัทจดทะเบียนในตลาดตามงบการเงินในปีก่อนหน้าที่ยื่นรายงานข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญเกี่ยวกับการควบรวม* หรือการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนเป็นจำนวนมากตามที่กำหนดไว้ในกฎการบังคับใช้ของการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

2) การแลกหุ้นระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

มาตรา 19-2 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ กำหนดว่า

การแลกหุ้นระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คือ กรณีที่บริษัทจดทะเบียนเข้าซื้อหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนด้วยวิธีการแลกหุ้น อันส่งผลให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนกลายเป็นบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน

3) การที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้าซื้อกิจการ (Take over) ของบริษัทจดทะเบียน

มาตรา 19-3 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ กำหนดว่า

การที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้าซื้อกิจการ (Take over) ของบริษัทจดทะเบียนอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คือ กรณีที่บริษัทจดทะเบียนออกหุ้นให้ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นตั้งแต่ 5% ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ด้วยการจัดสรรหุ้นให้บุคคลภายนอกหรือโอนหุ้นตามที่กำหนดไว้ในกฎหมายที่บังคับใช้ระหว่าง 1 ปีก่อนที่จะทำการโอนหุ้นหรือ 6 เดือนหลังจากวันที่ส่งรายงานอันมีสาระสำคัญเกี่ยวกับการเข้าซื้อกิจการ

* ยื่นรายงานตามมาตรา 161 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

4) การที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนควบรวมกิจการกับบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะ

มาตรา 19-4 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ กำหนดว่า

การที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนควบรวมกิจการกับบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คือ กรณีที่บริษัทจดทะเบียนที่มีวัตถุประสงค์เฉพาะเพื่อการควบรวมกิจการได้ตัดสินใจที่จะควบรวมกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน โดยมูลค่าสินทรัพย์ที่ควบรวมกันของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนจะต้องไม่น้อยกว่า 80% ของจำนวนเงินทุนที่ระดมจากประชาชนแล้วมาไว้กับผู้ดูแลทรัพย์สิน

4.2.4 การดำเนินการในกรณีที่ทำการยื่นขอเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้

4.2.4.1 แนวคิดเกี่ยวกับการดำเนินการในกรณีที่เข้าทำการยื่นขอเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้

ในช่วงแรกของการใช้หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมนั้น มาตรฐานด้านคุณสมบัติของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่สามารถเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้ถูกกำหนดไว้ต่ำกว่ามาตรฐานด้านคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง โดยมาตรฐานด้านคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมนั้น ต้องเป็นไปตามเกณฑ์ต่อไปนี้ ได้แก่ (1) บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนต้องมีกำไรจากผลประกอบการในปีล่าสุด (2) ไม่ปรากฏว่ามีภาระหนี้สินมากกว่าสินทรัพย์ และ (3) ได้รับการประเมินทางบัญชีในระดับ “ปานกลาง” ขึ้นไป สำหรับผลประกอบการของบริษัทในระยะเวลา 3 ปีล่าสุด

ต่อมาในเดือนธันวาคม ค.ศ. 2010 ตลาดหลักทรัพย์จึงได้แก้ไขให้หลักเกณฑ์เกี่ยวกับมาตรฐานด้านคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมต้องมีมาตรฐานเช่นเดียวกับคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง เพื่อแก้ไขปัญหาด้านคุณภาพของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมที่มีแนวโน้มว่าจะถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ* ภายหลังจากเกิดกรณีที่บริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมต้องถูกเพิกถอนชื่อออกจากบริษัทจดทะเบียนอันเนื่องมาจากการกระทำ

* จำนวนบริษัทจดทะเบียนในประเทศเกาหลีใต้ที่ถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่เดือนมกราคม ค.ศ. 2009 จนถึงเดือนสิงหาคม ค.ศ. 2010 มีจำนวนมากถึง 16 บริษัทจาก 161 บริษัทของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

ที่ไม่เหมาะสมของผู้บริหารบริษัท เช่น กรณีบริษัท Neosemitech Corp.²⁰ ที่ถูกเปิดเผยว่ามีการตกแต่งบัญชี จนถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากบริษัทจดทะเบียน และส่งผลให้เกิดความเสียหายต่อนักลงทุนรายย่อยจำนวนมากถึง 7,287 ราย

4.2.4.2 การดำเนินการก่อนและหลังเข้าทำรายการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศเกาหลีใต้

บริษัทจดทะเบียนที่ทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้ มีหน้าที่ก่อนการเข้าทำรายการ ได้แก่ ขออนุมัติการทำรายการจากผู้ถือหุ้น* และยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่

ส่วนหน้าที่ภายหลังจากเข้าทำรายการแล้ว ได้แก่ การแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์จะทำหน้าที่แจ้งข้อมูลการเข้าทำรายการแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนและเผยแพร่ข้อมูลดังกล่าวออกสู่สาธารณชนต่อไป

4.2.5 คุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้

บริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมต้องมีคุณสมบัติตามที่กฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI และกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ กำหนดไว้ ซึ่งสามารถแบ่งได้ตามรูปแบบของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมดังต่อไปนี้

1) รูปแบบที่ 1

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในกรณีที่บริษัทที่มีใช่บริษัทจดทะเบียนเข้าทำรายการกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีวัตถุประสงค์ในการดำเนินธุรกิจตามมาตรา 2 (4) ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI และมาตรา 18-4 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

โดยบริษัทที่สามารถเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้นั้นต้องมีคุณสมบัติเช่นเดียวกับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ซึ่งคุณสมบัติดังกล่าวถูก

²⁰ ดูกรณีศึกษาในข้อที่ 4.2.7

* ขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนได้เสียด้วยคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง

กำหนดไว้ในมาตรา 32-4 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI และมาตรา 6 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

นอกจากนี้ มาตรา 4-4 ของกฎการบังคับใช้สำหรับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSPI และมาตรา 20 (1) ข้อย่อยที่ 4 ของกฎการบังคับใช้สำหรับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ กำหนดให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดของบริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่ต้องเก็บหุ้นไว้ 1 ปีนับแต่วันที่รับจดทะเบียน (Safekeeping period) โดยหลังจากผ่านพ้น 6 เดือนนับแต่วันที่รับจดทะเบียนแล้ว ผู้ถือหุ้นดังกล่าวสามารถโอนขายหุ้นได้ในแต่ละเดือนได้ไม่เกิน 5% ของจำนวนหุ้นที่ถืออยู่เริ่มแรก²¹

2) รูปแบบที่ 2

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในกรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนควบรวมกิจการกับบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะตามมาตรา 19-4 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

โดยบริษัทที่สามารถเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้นั้นต้องมีคุณสมบัติตามมาตรา 19-4 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ คือ บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนต้องมีมูลค่าของสินทรัพย์ไม่น้อยกว่า 80% ของจำนวนเงินทุนที่ระดมจากประชาชนมาเก็บไว้กับผู้ดูแลทรัพย์สิน

4.2.6 ขั้นตอนการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้

บริษัทจดทะเบียนที่ทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีหน้าที่ต้องขออนุมัติการทำรายการจากผู้ถือหุ้น และยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ก่อนที่จะเข้าทำรายการ ซึ่งการยื่นขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่นั้น บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนต้องมีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ภายใต้มาตรฐานการพิจารณาคุณสมบัติเช่นเดียวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง

และเมื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้รับอนุญาตให้เข้าทำรายการแล้ว ตลาดหลักทรัพย์จะบันทึกรายการที่เกี่ยวข้องกับการจดทะเบียนและแจ้งให้ผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียนได้ทราบถึงรายละเอียดและเปิดเผยรายละเอียดดังกล่าวในสื่อโดยไม่ชักช้า²²

²¹ มาตรา 21 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

²² มาตรา 20 ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ

4.2.7 วิเคราะห์กรณีศึกษาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้

กรณีศึกษา บริษัท Neosemitech Corp. เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยอ้อมและถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ เนื่องจากถูกเปิดเผยว่ามีการ ตกแต่งบัญชี²³

บริษัท Neosemitech Corp. ได้เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมใน ค.ศ. 2009 แต่ต่อมาได้ถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากตลาดหลักทรัพย์ ภายหลังจากถูกผู้ตรวจสอบบัญชี เปิดเผยว่ามีการตกแต่งบัญชี (Window dressing) ในปี ค.ศ. 2010 โดยผู้ก่อตั้งบริษัท Neosemitech Corp. ได้รับการยกย่องว่าเป็นผู้นำทางด้านวิศวกรรมในธุรกิจผลิตสารกึ่งตัวนำที่ผลิต จากสารเคมีแกลเลียม - แอสนิค (Gallium-Arsenic chemical semiconductor) และประสบความสำเร็จในการพัฒนาเทคโนโลยีการผลิตของตัวเอง อย่างไรก็ตาม ผู้ก่อตั้งบริษัทกลับต้องการ ดำเนินธุรกิจของบริษัท Neosemitech Corp. เพื่อประโยชน์ของตนเองเป็นสำคัญ โดยไม่ได้คำนึงถึง ประโยชน์ของบริษัทในระยะยาว ดังนั้นจึงมีการตกแต่งบัญชีของบริษัทให้มีผลประกอบการที่ดีกว่า ความเป็นจริง และเมื่อบริษัทได้เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแล้ว ตัวเลขของผล ประกอบการดังกล่าวก็ดึงดูดให้นักลงทุนเข้ามาซื้อหุ้นของบริษัท จนกระทั่งมีการเปิดเผยว่าบริษัท Neosemitech Corp. ตกแต่งบัญชีและทำให้ถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากตลาดหลักทรัพย์ ผลเสียหาย จึงตกอยู่กับนักลงทุนที่เข้าไปซื้อหุ้นของบริษัทภายหลังจากบริษัทได้เข้าจดทะเบียนกับตลาด หลักทรัพย์โดยอ้อม

ก่อนที่บริษัท Neosemitech Corp. จะถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ เมื่อวันที่ 3 กันยายน ค.ศ. 2010 นั้น ตั้งแต่เดือนมกราคม ค.ศ. 2009 จนถึงเดือนสิงหาคม ค.ศ. 2010 มีบริษัทจำนวนถึง 16 บริษัทจาก 161 บริษัทของบริษัทที่ เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้ถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์เกาหลีใต้

บริษัท Neosemitech Corp. เป็นบริษัทที่ใหญ่เป็นอันดับที่ 26 ในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ โดยมีมูลค่าตลาดเป็นจำนวนสูงถึง 408,300 ล้านบาท (342.9 ล้านดอลลาร์ US\$) และถือ หุ้นโดยนักลงทุนรายย่อยจำนวนมากถึง 7,287 ราย ซึ่งการเพิกถอนรายชื่อบริษัท Neosemitech Corp. ออกจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ ย่อมหมายถึงนักลงทุนรายย่อยต้อง

²³ Choi, J. S. ,and Kwak Y. M., Account Fraud at the Neosemitech Corp: Two Faces of a Venture Company [Online], 2009. Available from www.kasbs.or.kr/re_sub/m501.asp?bunho=147&lan=eng

สูญเสียชีวิตเงินลงทุนเฉลี่ยคนละ 35 ล้านบาท และคาดว่านักลงทุนสถาบันจะสูญเสียชีวิตเงินลงทุนทั้งสิ้น ประมาณ 80,000 ล้านบาท

วิเคราะห์กรณีศึกษา

จากการพิจารณากรณีศึกษาที่ 1 พบว่าบริษัท Neosemitech Corp. ได้เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมภายใต้ความคาดหวังของนักลงทุน เนื่องจากบริษัทดังกล่าวถูกก่อตั้งโดยบุคคลที่ได้รับการยกย่องว่าเป็นผู้นำทางด้านวิศวกรรมในธุรกิจผลิตสารกึ่งตัวนำจากสารเคมี แกลเลียม - แอสนิค ทำให้มีนักลงทุนรายย่อยจำนวนมากถึง 7,287 ราย เข้ามาซื้อหุ้นของบริษัท Neosemitech Corp. ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ KOSDAQ และสร้างมูลค่าตลาดให้กับบริษัทเป็นจำนวนสูงถึง 408,300 ล้านบาท ดังนั้นเมื่อบริษัทถูกเปิดเผยว่ามี การตกแต่งบัญชี และถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากบริษัทจดทะเบียน จึงทำให้เกิดความเสียหายเป็นจำนวนมากแก่นักลงทุนในวงกว้าง

เหตุการณ์ตามกรณีศึกษานี้ อาจจะไม่เกิดขึ้นหากว่าทางตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้สามารถตรวจสอบพบการตกแต่งบัญชีก่อนที่จะอนุญาตให้บริษัท Neosemitech Corp. เข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แต่เนื่องจากหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการตรวจสอบบัญชีสำหรับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมไม่ได้มีการกำหนดมาตรฐานไว้อย่างชัดเจน จึงส่งผลให้บริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมจำนวนมากมีปัญหาหลังจากเข้ามาจดทะเบียนแล้ว ซึ่งสามารถพิจารณาได้จากสถิติจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่ถูกเพิกถอนรายชื่อออกจากตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่เดือนมกราคม ค.ศ. 2009 จนถึงเดือนสิงหาคม ค.ศ. 2010 ที่มีจำนวนมากถึง 16 บริษัทจาก 161 บริษัทของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

ดังนั้นการกำหนดมาตรฐานทางบัญชีสำหรับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมจึงเป็นสิ่งสำคัญในการคัดกรองบริษัทที่มีคุณภาพให้เข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ไม่น้อยไปกว่าการกำหนดให้มีการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ภายใต้มาตรฐานคุณสมบัติเดียวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ซึ่งจะช่วยลดปัญหาการถูกเพิกถอนรายชื่ออย่างรวดเร็วของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้

4.2.8 สรุปข้อคิดเห็นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้

การวิเคราะห์หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 รูปแบบใหญ่ๆ ดังนี้

รูปแบบที่ 1 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในกรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้าทำรายการกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีวัตถุประสงค์ในการดำเนินธุรกิจ

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้ในรูปแบบนี้เป็นรูปแบบเดียวกับที่เกิดขึ้นในประเทศไทยและเขตปกครองพิเศษฮ่องกง ซึ่งแบ่งการพิจารณาได้เป็น 2 ประเด็นใหญ่ๆ ดังต่อไปนี้

1) การพิจารณาว่ารายการประเภทใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการพิจารณาว่าการเข้าทำรายการประเภทใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้นั้น สามารถแบ่งการพิจารณาได้เป็น 2 ช่วงเวลา ได้แก่

(1) การพิจารณาก่อนเข้าทำรายการ

การพิจารณาก่อนเข้าทำรายการจะใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ในการพิจารณา โดยเปรียบเทียบขนาดระหว่างสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนกับสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน หากสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมีขนาดใหญ่กว่า คือ มีขนาดตั้งแต่ 100% ของสินทรัพย์เดิมของบริษัทจดทะเบียน โดยพิจารณาขนาดของสินทรัพย์จาก สินทรัพย์ทั้งหมด มูลค่าหลักทรัพย์ และยอดขาย ซึ่งหากพบว่า 2 ใน 3 สิ่งที่พิจารณาของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสูงกว่าจำนวนดังกล่าวของบริษัทจดทะเบียนตามงบการเงินในปีก่อนหน้าที่ยื่นรายงานข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญเกี่ยวกับการควบรวมกิจการ การทำรายการนั้นถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

การใช้เกณฑ์ตรวจจับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้นั้น มีการแยกเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ออกจากเกณฑ์อำนาจควบคุมกิจการอย่างชัดเจน โดยเมื่อการทำธุรกรรมมีลักษณะตามเกณฑ์ใดเกณฑ์หนึ่ง ก็ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ดังนั้นแนวคิดของประเทศเกาหลีใต้ในการใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ตรวจจับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมจึงมีลักษณะคล้ายคลึงกับประเทศไทยที่ใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์แยกออกจากการใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมกิจการเช่นกัน

(2) การพิจารณาหลังเข้าทำรายการ

การพิจารณาหลังเข้าทำรายการจะใช้เกณฑ์อำนาจควบคุม โดยพิจารณาว่าภายหลังจากเข้าทำรายการแล้วมีการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมหรือไม่ โดยการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม หมายถึง กรณีที่ทำธุรกรรมแล้ว ปรากฏว่าจำนวนหุ้นในบริษัทจดทะเบียนถูกถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดและบุคคลที่เกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้นดังกล่าวซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดดังกล่าวถือหุ้นมากกว่าผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียนตั้งแต่ 5% ขึ้นไป ให้ถือว่าเกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการในบริษัทจดทะเบียนอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

โดยสรุปแล้ว หลักเกณฑ์ในการพิจารณาว่ารายการประเภทใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้ถือว่ามีความใกล้เคียงกับประเทศไทยค่อนข้างมาก เนื่องจากมีการใช้เกณฑ์ในการตรวจจับธุรกรรมทั้งแบบเชิงรุก (เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์) และแบบเชิงรับ (เกณฑ์อำนาจควบคุม) แยกออกจากกัน

2) การดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนในกรณีที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนในกรณีที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศเกาหลีใต้นั้น สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ช่วงเวลา

(1) การดำเนินการก่อนทำรายการ ได้แก่ การขออนุมัติจากผู้ถือหุ้น และการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่

หน้าที่ในการดำเนินการก่อนทำรายการนั้นเป็นหน้าที่ที่ถูกกำหนดขึ้นเพื่อให้เกิดการตรวจสอบว่าบริษัทนอกตลาดมีความเหมาะสมที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือไม่ และให้เกิดการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นในการตัดสินใจทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน โดยตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้จะตรวจสอบว่าบริษัทนอกตลาดที่เข้ามาซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนแบบย้อนกลับนั้นมีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมหรือไม่ ด้วยการกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่เพื่อพิจารณาคุณสมบัติของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

แม้ว่าก่อนปี ค.ศ. 2010 ประเทศเกาหลีใต้จะผ่อนปรนคุณสมบัติของบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนทางอ้อมให้ต่ำกว่าบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนทางตรง แต่ต่อมาตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้ก็ประสบปัญหาเกี่ยวกับคุณภาพของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนทางอ้อม ดังนั้นจึงได้แก้ไขหลักเกณฑ์ให้มีการตรวจสอบคุณสมบัติที่มีมาตรฐานเดียวกันสำหรับการเข้าจดทะเบียนทั้งสองทาง ซึ่งภายหลังจากการแก้ไขแล้ว หน้าที่ก่อนเข้าทำรายการของประเทศเกาหลีใต้จึงเหมือนกับประเทศไทย

(2) การดำเนินการหลังทำรายการ ได้แก่ การแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์จะทำหน้าที่แจ้งข้อมูลการเข้าทำรายการแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนและเผยแพร่ข้อมูลดังกล่าวออกสู่สาธารณชนต่อไป

หน้าที่ในการดำเนินการหลังทำรายการนั้นเป็นหน้าที่ที่เกี่ยวข้องกับการให้ข้อมูลแก่ตลาดหลักทรัพย์ และมีการกำหนดหน้าที่เพิ่มเติมให้กับผู้ถือหุ้นรายใหม่ของบริษัทจดทะเบียนซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนด้วย โดยภายหลังจากการทำรายการ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดของบริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่ต้องเก็บหุ้นไว้ 1 ปีนับแต่วันที่รับจดทะเบียน (Safekeeping Period) โดยหลังจากผ่านพ้น 6 เดือนนับแต่วันที่รับจดทะเบียนแล้ว ผู้ถือหุ้นดังกล่าวสามารถโอนขายหุ้นได้ในแต่ละเดือนได้ไม่เกิน 5% ของจำนวนหุ้นที่ถืออยู่เริ่มแรก

ซึ่งแนวทางในการกำหนดข้อห้ามการโอนหุ้นภายในระยะเวลา 1 ปีสำหรับการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมไว้โดยเฉพาะของประเทศเกาหลีใต้นั้นมีความคล้ายคลึงกับข้อห้ามการโอนหุ้น (Silent period) ของประเทศไทย ที่ใช้แนวทางการห้ามโอนหุ้นในการจดทะเบียนทางอ้อมเช่นเดียวกับทางตรง เพียงแต่ข้อห้ามการโอนหุ้นของประเทศไทยมีการผ่อนปรนหลักเกณฑ์ คือ ห้ามโอนหุ้นเพียงจำนวน 55% ของทุนชำระแล้วภายในระยะเวลา 1 ปี (ทยอยขายได้ 25% ของหุ้นที่ห้ามขายเมื่อครบ 6 เดือน)

ผู้เขียนเห็นว่าแนวทางในการกำหนดข้อห้ามการโอนหุ้นของประเทศเกาหลีใต้เหมาะสมกับธุรกรรมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมากกว่าประเทศไทย เนื่องจากผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ต้องการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมนั้นอาจมีแรงจูงใจในการทำกำไรจากการสร้างราคาหุ้นแล้วขายออกไปในระยะสั้น ดังนั้นการจำกัดไม่ให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่ในบริษัทจดทะเบียนได้มีโอกาสในการโอนหุ้นเลยในช่วงแรกที่ทำรายการเสร็จ จึงเป็นวิธีหนึ่งที่ลดโอกาสการทำกำไรด้วยวิธีดังกล่าวได้ และประเทศไทยควรจะนำแนวทางนี้ไปใช้ปรับปรุงหลักเกณฑ์การห้ามโอนหุ้นของประเทศไทยด้วย

นอกจากนี้ ผู้เขียนยังเห็นว่าประเทศเกาหลีใต้มีแนวความคิดว่า ไม่จำเป็นต้องกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมให้เหมือนกับทางตรงทุกประการ ซึ่งแนวคิดดังกล่าวมีหลักฐานสนับสนุน คือ กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้เคยกำหนดคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนทางอ้อมให้ต่ำกว่าทางตรง ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้ใช้วิธีการกำกับดูแลการเข้าจดทะเบียนโดยอ้อมตามความเหมาะสม และไม่ได้มีความคิดที่จะกีดกันธุรกรรมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม อีกทั้งประเทศเกาหลีใต้ยังเปิดรับรูปแบบการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมแบบอื่น* คือ การควบรวมกิจการระหว่างบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนกับบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวม

* ปัจจุบันประเทศเกาหลีใต้เป็นประเทศเดียวในทวีปเอเชียที่แก้ไขกฎหมายเพื่อเปิดโอกาสให้มีการนำบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เกาหลีใต้ได้

กิจการโดยเฉพาะ โดยตลาดหลักทรัพย์เกาหลีได้อนุญาตให้มีนำบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการ โดยเฉพาะมาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เกาหลีได้

โดยสรุป แนวคิดในการกำกับดูแลการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมของประเทศเกาหลีได้มีลักษณะค่อนข้างเข้มงวด โดยการใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ในการตรวจจับธุรกรรมมีความเข้มงวดเหมือนกับประเทศไทยและเขตปกครองพิเศษฮ่องกง ส่วนแนวคิดในการควบคุมคุณภาพของบริษัทที่ต้องการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมก็มีแนวคิดที่เข้มงวดเหมือนประเทศไทย ประเทศสหรัฐอเมริกา และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง อย่างไรก็ตาม ประเทศเกาหลีได้มีการผ่อนคลายหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยส่งเสริมให้มีทางเลือกสำหรับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ด้วยการอนุญาตให้มีนำบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะมาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เกาหลีได้ ดังที่จะกล่าวต่อไปในรูปแบบที่ 2

รูปแบบที่ 2 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในกรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนควบรวมกิจการกับบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะ (SPAC)

รูปแบบนี้ถือเป็นทางเลือกให้กับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งประเทศเกาหลีได้ได้นำแนวคิดนี้มาจากประเทศสหรัฐอเมริกา โดยให้บริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะที่ไม่ได้ประกอบธุรกิจสามารถเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงและระดมทุนจากประชาชนมาเก็บไว้ก่อน หลังจากนั้นบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะต้องหาบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมาควบรวมกิจการ โดยบริษัทดังกล่าวต้องมีมูลค่าของสินทรัพย์ไม่น้อยกว่า 80% ของจำนวนเงินทุนที่บริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะเคยระดมมาจากประชาชน การควบรวมกิจการระหว่างบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนจึงถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมประเภทหนึ่ง

4.3 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา

ตลาดทุนซึ่งเป็นตลาดหลักในประเทศสหรัฐอเมริกา ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (New York Stock Exchange หรือ NYSE) และ ตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations System) ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Commission หรือ SEC) และตลาดหลักทรัพย์อเมริกา (American Stock Exchange หรือ AMEX)

ตลาดหลักทรัพย์อเมริกามีบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งโดยตรงและโดยอ้อมเพิ่มขึ้นในแต่ละปีเป็นจำนวนมาก ซึ่งในปี ค.ศ. 2010 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงและโดยอ้อมในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กและตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ มีจำนวนรวมกันสูงถึง 409 บริษัท นอกจากนี้ บริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีจำนวนมากถึง 246 บริษัท ซึ่งมากกว่าบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงที่มีจำนวน 163 บริษัท

ภาพที่ 17 แผนภูมิเปรียบเทียบจำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงและโดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา

4.3.1 ความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมที่เกิดจากการทำรายการระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนนั้น ทั้งข้อ 5110 (a) ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ และมาตรา 341 ของคู่มือสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อเมริกา (AMEX) ได้ให้ความหมายที่ใกล้เคียงกันไว้ดังนี้

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม (Reverse Merger) หมายถึง การทำรายการที่เกิดขึ้นระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ซึ่งส่งผลให้เกิดการโอนอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียน อันเป็นการยินยอมให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนได้รับสถานะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยการโอนอำนาจควบคุม ให้พิจารณาถึงปัจจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้องภายในบริษัทจดทะเบียน เช่น การเปลี่ยนแปลงด้านการบริหาร คณะกรรมการบริษัท สิทธิออกเสียง ความเป็นเจ้าของ โครงสร้างทางการเงิน

4.3.2 หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา

หลักเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแบ่งได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ตามองค์กรที่กำกับดูแล ได้แก่

1) หลักเกณฑ์ที่ออกโดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ คือ กฎและระเบียบทั่วไป (General Rules and Regulation) ซึ่งกฎและระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ได้แก่ กฎหลักทรัพย์ที่ 144 และ 419 (Rules 144 and 419)

2) หลักเกณฑ์ที่ออกโดยตลาดหลักทรัพย์อเมริกาที่นำมาใช้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ 2 ตลาดใหญ่ๆ ได้แก่

2.1) คู่มือสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อเมริกา (Amex Company Guide) ที่นำมาใช้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก

2.2) กฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ (NASDAQ Market Listing Rule) ที่นำมาใช้กำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ

4.3.3 การพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา

4.3.3.1 แนวคิดเกี่ยวกับการพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา²⁴

รูปแบบการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ได้ถูกค้นพบและนำมาใช้อย่างแพร่หลายในช่วงทศวรรษที่ 1970 - 1980 ซึ่งช่วงเวลาดังกล่าวในตลาดหลักทรัพย์มีทั้งคนเจตนาดีที่ใช้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นหนทางในการระดมทุนจากประชาชนเพื่อนำมาใช้ดำเนินกิจการหรือควบรวมกับกิจการที่มีอนาคตซึ่งถือเป็นการลงทุนในบริษัทอื่น อย่างไรก็ตาม ในตลาดหลักทรัพย์ก็มีคนเจตนาไม่ดีที่ต้องการแสวงหากำไรจากการระดมเงินทุนจากประชาชนและขายหุ้นออกไปเพื่อทำกำไร ซึ่งคนที่มีเจตนาไม่ดีจะใช้วิธีการฉ้อโกงด้วยการจัดตั้งบริษัทใหม่ที่ไม่มีการประกอบธุรกิจที่แท้จริง (Blank check company) เพื่อระดมเงินจากประชาชนด้วยการออกหุ้นเสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offering) แล้วขายบริษัทนั้นออกไปให้บุคคลอื่น ซึ่งการทำธุรกรรมดังกล่าวเป็นการนำบริษัทเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์เพื่อหากำไรจากส่วนต่างของราคา เสมือนกับว่าทำธุรกิจเพื่อแสวงหาค่าธรรมเนียมจากการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์ที่มีบริษัทที่ไม่มีการประกอบธุรกิจ (Penny stock market) จำนวนมากส่งผลให้เกิดการเติบโตของการซื้อขายหลักทรัพย์นอกกระดานหลัก (Over-The-Counter Bulletin Board) เนื่องจากมีหุ้นของบริษัทที่ไม่มีการประกอบธุรกิจซื้อขายอยู่ในนั้นจำนวนมาก ซึ่งปกติแล้วหุ้นของบริษัทที่ไม่มีการประกอบธุรกิจจะไม่ได้รับอนุญาตให้ซื้อขายในกระดานหลักของตลาดหลักทรัพย์ แต่อนุญาตให้มีการอ้างอิงราคาเพื่อรอให้มีบริษัทอื่นที่สนใจควบรวมกิจการเข้ามาซื้อได้ เมื่อปริมาณหุ้นของบริษัทประเภทนี้มีมากขึ้นเรื่อยๆ ส่งผลให้คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตัดสินใจออกหลักเกณฑ์ในการกำกับดูแลบริษัทที่ไม่มีการประกอบธุรกิจขึ้นมาเป็นการเฉพาะ ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าว คือ กฎหลักทรัพย์ที่ 419 ที่ออกในปี ค.ศ. 1992* ซึ่งกฎดังกล่าวออกมาเพื่อขจัดข้อกังวลของการใช้ประโยชน์ในทางที่ผิดจากบริษัทที่ไม่มีการประกอบธุรกิจ ได้แก่ การใช้บริษัทที่ไม่มีการประกอบธุรกิจเพื่อระดมเงินทุนจากประชาชน การขายหุ้นในบริษัทออกไปภายหลังจากรับเงินจากประชาชนแล้ว การที่ไม่กำหนดเวลาที่แน่นอนว่าบริษัทที่ไม่มีการประกอบ

²⁴ Feldman, D., "Reverse Mergers + PIPEs: The New Small-Cap IPO", [Bloomberg Press](#) (2005): 34-44.

* อาศัยอำนาจตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ ค.ศ. 1933

ธุรกิจจะสามารถหาบริษัทที่ดีมาควบรวมได้เมื่อไหร่ และผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่ได้มีส่วนร่วมในการพิจารณาหรือใช้สิทธิออกเสียงในการให้ความเห็นชอบอนุมัติการเข้าทำรายการเพื่อควบรวมกิจการ

เมื่อพิจารณาแนวคิดเกี่ยวกับการพิจารณาธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมของประเทศสหรัฐอเมริกาในปัจจุบัน พบว่าได้นำหลักเกณฑ์การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับ (Negative listing approach) โดยใช้เกณฑ์การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการมาตรวจจับว่าธุรกรรมใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมที่นำมาใช้มีแนวคิดมาจากการตรวจสอบวัตถุประสงค์ของการทำธุรกรรม ซึ่งการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการถือเป็นวัตถุประสงค์หลักของการเข้าทำธุรกรรมซื้อกิจการแบบย้อนกลับอันส่งผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทนอกตลาดสามารถเข้ามามีอำนาจควบคุมกิจการเหนือบริษัทจดทะเบียนได้ โดยการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการสามารถพิจารณาจากปัจจัยต่างๆ ภายในบริษัทจดทะเบียน เช่น การเปลี่ยนแปลงด้านการบริหาร คณะกรรมการบริษัท สิทธิออกเสียงความเป็นเจ้าของ โครงสร้างทางการเงิน

จะเห็นได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาใช้การพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับเพียงอย่างเดียวในการตรวจจับว่าธุรกรรมใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าประเทศสหรัฐอเมริกามีแนวคิดในการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ในเชิงเสรี โดยเปิดโอกาสให้ธุรกรรมต่างๆ สามารถกระทำได้ภายใต้ความยินยอมของผู้ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียน จึงไม่ได้มีแนวคิดที่กีดกันการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมด้วยการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรุก เช่นเดียวกับเขตปกครองพิเศษฮ่องกง และประเทศเกาหลีใต้ ซึ่งการใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมในการตรวจจับธุรกรรมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมนั้น ถือเป็นการตรวจจับธุรกรรมที่สอดคล้องกับเจตนาที่แท้จริงของการทำธุรกรรมมากกว่าการใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ในการตรวจจับธุรกรรม

4.3.3.2 การเข้าทำรายการที่ถือว่าเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา

ตลาดหลักทรัพย์อเมริกานุญาตให้มีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้ 2 รูปแบบ²⁵ ได้แก่ การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมด้วยกรีนฟอร์ม 10-SB ตามกฎหมายหลักทรัพย์ที่ 144 และการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทที่จดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะ (Specified Purpose Acquisition Company หรือ SPAC) ตามกฎหมายหลักทรัพย์ที่ 419 ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

²⁵ Feldman, D., *Reverse Merger: Taking a company public without an IPO* (New York: Bloomberg Press, 2006). page 31-50.

รูปแบบที่ 1 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมด้วยการยื่นฟอร์ม

10-SB

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแบบนี้คล้ายคลึงกับการจดทะเบียนโดยอ้อมในประเทศไทย โดยบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน (Operating Company) จะเข้ามาซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจขาดทุนจนบริษัทต้องขายสินทรัพย์ที่ใช้ดำเนินกิจการออกไปจนเหลือแต่เงินสด ซึ่งบริษัทจดทะเบียนดังกล่าว คือ บริษัทจดทะเบียนที่เหลือแต่เปลือก (Shell Company) ที่ไม่มีการประกอบธุรกิจ โดยหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่เหลือแต่เปลือก (Shell Company) เป็นหุ้นที่ถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากมีคุณสมบัติไม่ครบถ้วนตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ โดยการขายหุ้นดังกล่าวจะเป็นการขายหลักทรัพย์นอกกระดานหลักแบบ Over The Counter (OTC) เช่น ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) การขายหุ้นที่ถูกเพิกถอนดังกล่าวจะขายผ่านระบบกระดานพิเศษ (Pink Sheet) โดยกระดานดังกล่าวจะแสดงราคาอ้างอิง (Quote) ที่เป็นราคาขายไว้ให้นักลงทุนที่สนใจซื้อได้พิจารณา²⁶ หากมีบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสนใจเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านการซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนที่เหลือแต่เปลือกแบบย้อนกลับ (Reverse merger) บริษัทจดทะเบียนดังกล่าวต้องขออนุมัติการทำรายการจากผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนและยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งต้องมีการตรวจสอบคุณสมบัติว่าบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมีความเหมาะสมเพียงพอที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือไม่²⁷

ภายหลังจากเข้าทำรายการแล้ว หุ้นดังกล่าวของบริษัทจดทะเบียนที่ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนได้รับ จะมีข้อจำกัดห้ามโอน (Restricted Stock) ภายในระยะเวลา 1 ปี ซึ่งมาตรการนี้ใช้ป้องกันผู้ถือหุ้นของบริษัทนอกตลาดที่อาจมีเจตนาเข้ามาทำหน้าที่เสมือนผู้รับประกันการขายหลักทรัพย์ (Underwriter) ด้วยการทำกำไรจากการขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ตนได้รับออกไปหลังจากตลาดหลักทรัพย์อนุญาตให้นำหุ้นของบริษัทจดทะเบียนกลับมาขายในกระดานหลักของตลาดหลักทรัพย์อีกรอบ²⁸

²⁶ Siddoway, D., "Uses and abuses of 'Reverse Merger' transactions in the U.S.", *Northwest Securities Institute Journal* (February, 2003): 6.3.8.

²⁷ ข้อ 5110 (a) ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ และมาตรา 341 ของคู่มือสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อเมริกา (AMEX)

²⁸ กฎหลักทรัพย์ที่ 144

รูปแบบที่ 2 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะ²⁹

บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทที่จดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะ (Specified Purpose Acquisition Company หรือ “SPAC”) โดยบริษัทที่จดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะเป็นบริษัทที่มีลักษณะดังนี้

- (1) เป็นบริษัทที่ดำเนินการมาไม่เกิน 3 ปี
- (2) ไม่มีแผนธุรกิจและไม่มีการดำเนินกิจการทางธุรกิจ
- (3) มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่เกิน 5 ล้าน US\$
- (4) ถูกจัดตั้งขึ้นมาเพื่อวัตถุประสงค์ของการควบรวมกิจการในภายหลัง

แม้ว่าบริษัทที่จดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะจะไม่มี การดำเนินธุรกิจที่แท้จริง แต่ก็ยื่นขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (IPO) กับตลาดหลักทรัพย์อเมริกาได้ โดยทุนที่ระดมจากประชาชนอย่างน้อย 90% จะถูกนำมาฝากไว้กับผู้ดูแลทรัพย์สิน (Escrow) ซึ่งทุนจำนวน 10% ที่เหลือจะถูกหักออกเป็นค่าธรรมเนียมของผู้จัดการธุรกรรม (Shell Promoter) โดยบริษัทที่จดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะต้องหาบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมาซื้อกิจการหรือควบรวมกิจการให้ได้ภายในระยะเวลา 18 เดือน ซึ่งบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่มีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเข้ามาควบรวมกิจการได้ต้องมีมูลค่าของสินทรัพย์ไม่น้อยกว่า 80% ของจำนวนเงินที่ระดมได้จากการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (IPO) หากบริษัทที่จดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะไม่สามารถควบรวมกับบริษัทที่มีคุณสมบัติดังกล่าวภายในระยะเวลา 18 เดือน ผู้ดูแลทรัพย์สิน (Escrow) ก็จะคืนเงินกลับไปให้ประชาชนพร้อมดอกเบี้ยของเงินดังกล่าวที่รับฝากไว้

จากการพิจารณารูปแบบการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่ามีวิธีการที่หลากหลายกว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย ทั้งทางเลือกในการยื่นขอรับหลักทรัพย์ใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ภายใต้การจดทะเบียนโดยอ้อมด้วยการยื่นฟอร์ม 10-SB ตามกฎหมายหลักทรัพย์ที่ 144 รวมถึงทางเลือกที่จะเข้าตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทที่จดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะตามกฎหมายหลักทรัพย์ที่ 419 ซึ่งมีกลไกที่ดีในการปกป้องผู้ถือหุ้น ด้วยการนำเงินที่ได้จากการระดมทุนไปฝากไว้กับผู้ดูแลทรัพย์สิน (Escrow) จนกว่าธุรกรรมการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมจะบรรลุผลตามกฎหมายที่กำหนดไว้

²⁹ กฎหลักทรัพย์ที่ 419

4.3.4 การดำเนินการในกรณีที่ทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา

4.3.4.1 แนวคิดเกี่ยวกับการดำเนินการในกรณีที่เข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา

ตลาดหลักทรัพย์อเมริกามีแนวคิดเกี่ยวกับการดำเนินการในกรณีที่เข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเช่นเดียวกับประเทศไทย เขตปกครองพิเศษฮ่องกง และประเทศเกาหลีใต้* โดยมีแนวคิดในการกำหนดคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมให้มีมาตรฐานเดียวกับการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง นอกจากนี้เมื่อมีการเข้าทำธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแล้ว บริษัทจดทะเบียนมีหน้าที่ในการขออนุมัติการเข้าทำรายการจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น และต้องดำเนินการเสมือนว่าบริษัทจดทะเบียนเป็นผู้ที่เข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์รายใหม่ด้วยการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ โดยบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ใหม่ที่ถูกซื้อเข้ามาจะต้องผ่านเกณฑ์คุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนด้วย ซึ่งแนวคิดดังกล่าวเกิดขึ้นเพื่อควบคุมคุณภาพของบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมให้มีมาตรฐานเดียวกับบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ทั้งนี้เพื่อวัตถุประสงค์หลักที่สำคัญ คือ การคุ้มครองนักลงทุนไม่ให้เสียหายจากการกระทำของบริษัทจดทะเบียนที่ไม่มีคุณภาพในตลาดหลักทรัพย์

4.3.4.2 การดำเนินการก่อนและหลังเข้าทำรายการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา

บริษัทจดทะเบียนที่ทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีหน้าที่ก่อนเข้าทำรายการ ได้แก่ การขออนุมัติเข้าทำรายการจากผู้ถือหุ้น โดยต้องได้รับมติพิเศษคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง และการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ ซึ่งบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนต้องมีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ภายใต้มาตรฐานการพิจารณาคุณสมบัติเช่นเดียวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง

* หลังจากแก้ไขหลักเกณฑ์ในเดือนธันวาคม ค.ศ. 2010

ส่วนหน้าที่ของบริษัทจดทะเบียนภายหลังเข้าทำรายการ ได้แก่ การแจ้งให้ตลาดหลักทรัพย์ทราบถึงรายละเอียดของการเข้าทำรายการ นอกจากนี้ภายหลังจากเข้าทำรายการแล้ว หุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนได้รับ จะมีข้อจำกัดห้ามโอน (Restricted Stock) ภายในระยะเวลา 1 ปี³⁰

4.3.5 คุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา

รูปแบบที่ 1

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในกรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้าทำรายการกับบริษัทจดทะเบียน ตามข้อ 5110 (a) ของกฎการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NASDAQ หรือตามมาตรา 341 ของคู่มือสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อเมริกาได้กำหนดให้ บริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมต้องมีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนเช่นเดียวกับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก คุณสมบัติดังกล่าวได้ถูกกำหนดไว้ในมาตรา 713(b) ของคู่มือสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อเมริกา

รูปแบบที่ 2

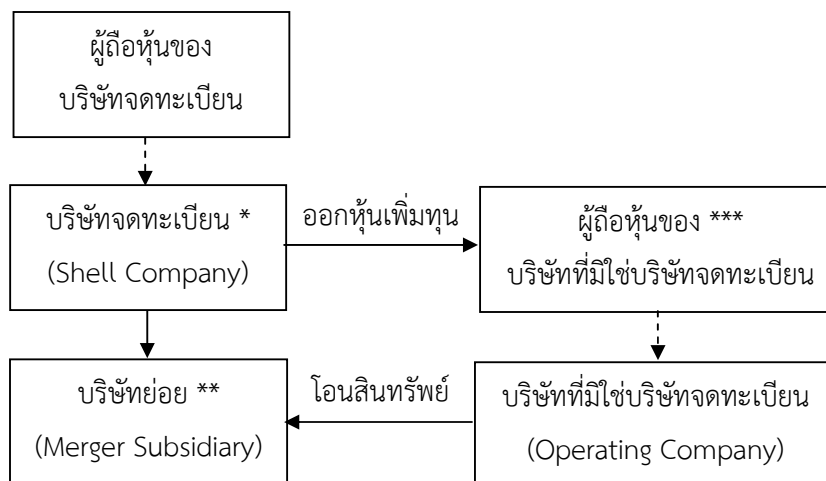
การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในกรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนควรรวมกิจการกับบริษัทจดทะเบียนเพื่อควรรวมกิจการโดยเฉพาะ ตามกฎหลักทรัพย์ที่ 419 ได้กำหนดให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่เข้ามาควรรวมกิจการต้องมีมูลค่าของสินทรัพย์ไม่น้อยกว่า 80% ของจำนวนเงินที่ระดมได้จากการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (IPO)

³⁰ กฎหลักทรัพย์ที่ 144

4.3.6 ขั้นตอนการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา

รูปแบบที่ 1 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมด้วยการยื่นฟอร์ม

10-SB



หมายเหตุ

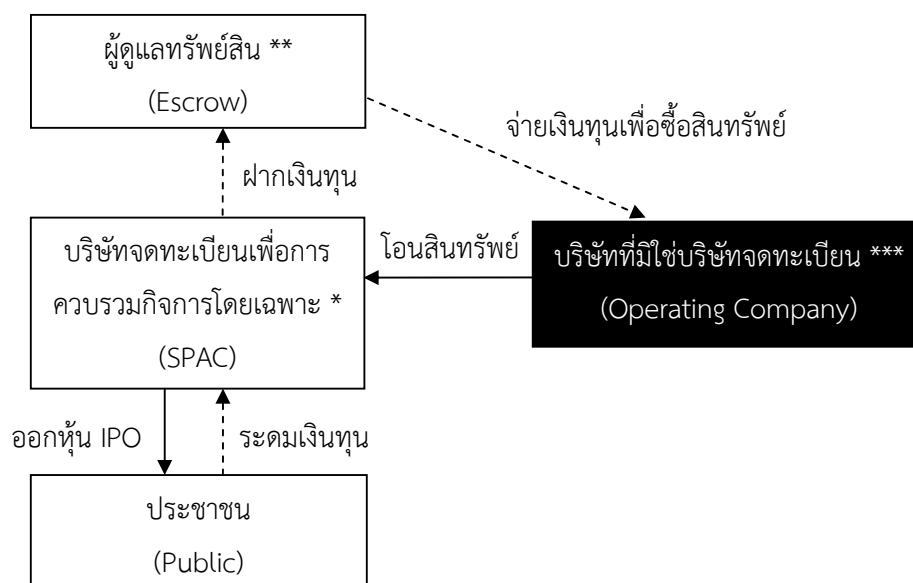
* บริษัทจดทะเบียนไม่ต้องประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อลงมติออกหุ้นเพิ่มทุน หากว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนมีจำนวนไม่เกินร้อยละ 20 ของจำนวนหุ้นเดิม

** บริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนจัดประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขออนุมัติทำรายการซื้อสิทธิ์

*** ผู้ถือหุ้นของบริษัทนอกตลาดต้องเป็นนักลงทุนที่มีความน่าเชื่อถือ (Accredited Investor)

ภาพที่ 18 รูปแบบการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมด้วยการยื่นฟอร์ม 10-SB

รูปแบบที่ 2 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียนเพื่อรวบรวมกิจการโดยเฉพาะ



หมายเหตุ

* บริษัทจดทะเบียนเพื่อการรวบรวมกิจการโดยเฉพาะต้องหาบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนมารวบรวมให้ได้ภายใน 18 เดือน หากหาบริษัทดังกล่าวไม่ได้ ผู้ดูแลทรัพย์สินจะคืนเงินทุนที่รับฝากไว้กลับไปยังประชาชนพร้อมดอกเบี้ย

** ผู้ดูแลทรัพย์สินต้องรับฝากเงินทุนไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของจำนวนทุนที่ระดมมาจากประชาชน

*** บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนต้องมีมูลค่าสินทรัพย์ตามราคายุติธรรมไม่น้อยกว่าร้อยละ 80 ของจำนวนทุนที่ระดมมาจากประชาชน

ภาพที่ 19 รูปแบบการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมตามกฎหมายหลักทรัพย์ที่ 419

4.3.7 วิเคราะห์กรณีศึกษาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา

กรณีศึกษาที่ 1 บริษัทจดทะเบียน Schering-Plough Corp. ซื้อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน Merck & Co. อันส่งผลให้บริษัทจดทะเบียน Schering-Plough Corp. ถูกซื้อกิจการแบบย้อนกลับ³¹

ในปี ค.ศ. 2009 บริษัทจดทะเบียน Merck & Co. (“บจ. Merck”) ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กได้เข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กเช่นเดียวกัน คือ บริษัทจดทะเบียน Schering-Plough Corp. (“บจ. Schering”) ด้วยวิธีการซื้อกิจการแบบย้อนกลับ (Reverse merger) ซึ่งการซื้อกิจการดังกล่าวเกี่ยวข้องกับบริษัททั้งสิ้น 4 บริษัท ได้แก่ บจ. Merck, บจ. Schering รวมถึงบริษัทย่อยของ บจ. Schering ที่ไม่ได้ประกอบธุรกิจอีก 2 บริษัท ได้แก่ Blue, Inc. (“บจก. Blue”) และ Purple, Inc. (“บจก. Purple”) โดยการซื้อกิจการแบบย้อนกลับดังกล่าวแบ่งออกเป็น 2 ขั้นตอน คือ ขั้นตอนแรก บจก. Blue ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ บจ. Schering จะควบกิจการกับ บจ. Schering ซึ่งหลังจากควบกิจการแล้วจะเหลือเพียง บจ. Schering เพียงบริษัทเดียว และขั้นตอนที่ 2 บจก. Purple ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ บจ. Schering จะควบกิจการกับ บจ. Merck ซึ่งหลังจากเสร็จสิ้นทั้ง 2 ขั้นตอนดังกล่าวจะส่งผลให้ บจ. Merck ถูกถือหุ้นทั้งหมดโดย บจ. Schering และบจ. Merck กลายเป็นบริษัทย่อยของ บจ. Schering

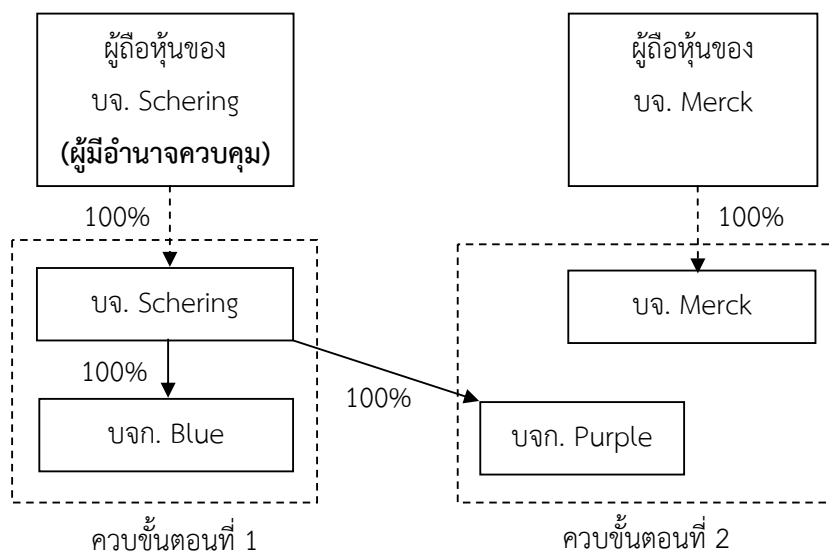
แม้ว่าโดยโครงสร้างการถือหุ้นนั้น บจ. Merck ได้กลายเป็นบริษัทย่อยของ บจ. Schering แต่แท้ที่จริงแล้วการทำธุรกรรมดังกล่าวกลับส่งผลให้ บจ. Merck กลายเป็นผู้ซื้อกิจการของ บจ. Schering เนื่องจากการเข้าทำธุรกรรมดังกล่าวเป็นการเข้าซื้อกิจการแบบย้อนกลับที่ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นเดิมของ บจ. Merck กลายเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจควบคุมเหนือ บจ. Schering โดยภายหลังจากการทำธุรกรรม ผู้ถือหุ้นเดิมของ บจ. Merck ได้ถือหุ้นใน บจ. Schering จำนวน 68% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดใน บจ. Schering ในขณะที่ผู้ถือหุ้นเดิมของ บจ. Schering กลับถือหุ้นในสัดส่วนที่ลดลงเหลือเพียง 32% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดใน บจ. Schering ซึ่งจากสัดส่วนหุ้นที่เปลี่ยนไปดังกล่าว จึงเป็นที่เข้าใจได้ว่าผู้ถือหุ้นเดิม บจ. Schering ได้สูญเสียอำนาจควบคุมกิจการให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของ บจ. Merck ซึ่งเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นรายใหม่ภายหลังจากการทำธุรกรรม

เมื่อพิจารณาถึงอำนาจควบคุมในการแต่งตั้งถอดถอนคณะกรรมการของ บจ. Schering แล้วพบว่าภายหลังจากการซื้อกิจการแบบย้อนกลับในขั้นตอนแรก คือ บจก. Blue ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ บจ. Schering ได้ควบกิจการกับ บจ. Schering เพื่อให้เหลือ บจ. Schering เพียง

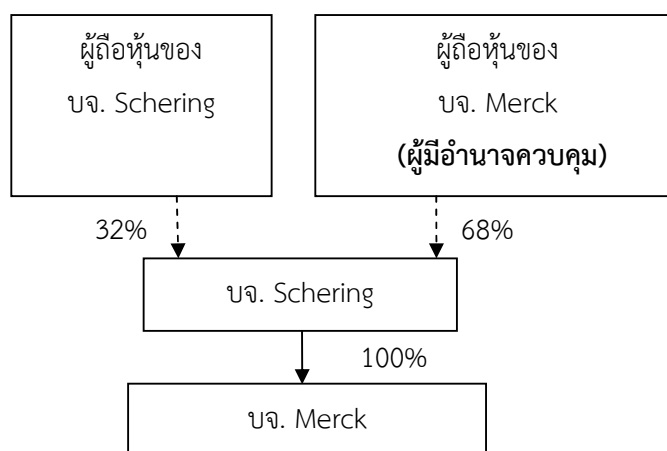
³¹ Parnass, G., Can Merck-Schering's Deal Structure Avert a Change of Control [Online]. 2009. Available from [www.privateequitylawreview.com/ tags/reverse-merger/](http://www.privateequitylawreview.com/tags/reverse-merger/)

บริษัทเดียว คณะกรรมการชุดเดิมทั้งหมดของ บจ. Schering ได้ลาออกจากตำแหน่ง และมีการแต่งตั้งคณะกรรมการชุดใหม่เข้ามา ซึ่งคณะกรรมการชุดใหม่นั้นเป็นคณะกรรมการของ บจ. Merck ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการจึงเกิดขึ้นก่อนขั้นตอนที่ 2 ที่บจก. Purple ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ บจ. Schering ได้ควบกิจการกับ บจ. Merck อันส่งผลให้ บจ. Merck ถูกถือหุ้นทั้งหมดโดย บจ. Schering และ บจ. Merck กลายเป็นบริษัทย่อยของ บจ. Schering

ก่อนควบกิจการ



หลังควบกิจการ



ภาพที่ 20 โครงสร้างการถือหุ้นก่อนและหลังจาก บจ. Schering และ บจ. Merck ควบกิจการกับบริษัทย่อยของ บจ. Schering

การเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการของ บจ. Schering ก่อนที่ บจ. Schering จะถูกซื้อกิจการแบบย้อนกลับนั้น เป็นสิ่งที่ผิดปกติจากการทำธุรกรรมซื้อกิจการแบบย้อนกลับโดยทั่วไป เนื่องจากโดยปกติแล้วการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการอันถือเป็นการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมภายในบริษัทเป้าหมายซึ่งเป็นบริษัทที่มีฐานะเป็นผู้ซื้อสินทรัพย์ (ผู้ซื้อสินทรัพย์ถือเป็นผู้ถูกซื้อกิจการในกรณีของการซื้อกิจการแบบย้อนกลับ) จะเกิดขึ้นภายหลังจากการเข้าทำธุรกรรมการซื้อกิจการแบบย้อนกลับ ดังนั้นจึงเกิดประเด็นปัญหาขึ้นว่า การเข้าซื้อกิจการแบบย้อนกลับนั้นทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมหรือไม่ เนื่องจากภายหลังการซื้อกิจการแบบย้อนกลับแล้ว ก็ไม่เกิดการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการของบริษัทแต่อย่างใด

อย่างไรก็ตาม การเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการของ บจ. Schering ก่อนเกิดการทำธุรกรรมการซื้อกิจการย้อนกลับนั้น อาจเกิดขึ้นเนื่องจาก บจ. Schering ต้องการหลีกเลี่ยงการผิดสัญญาตัวแทนจำหน่ายกับบริษัท Centocor (“บจก. Centocor”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน Johnson & Johnson เนื่องจากสัญญาตัวแทนจำหน่ายระหว่าง บจ. Schering และ บจก. Centocor ได้กำหนดในข้อ 8.2(c) ว่า คู่สัญญาฝ่ายหนึ่งสามารถยกเลิกสัญญาตัวแทนจำหน่ายได้ หากว่าคู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งได้รับความเสียหายจากการเปลี่ยนแปลงอำนาจการควบคุมกิจการ โดยหากว่า บจ. Schering หรือ บจก. Centocor ถูกซื้อกิจการโดยบุคคลภายนอกหรือบุคคลอื่นใดภายใต้การครอบงำของบุคคลภายนอก แล้วคู่สัญญาอีกฝ่ายที่ไม่ได้อยู่ภายใต้การครอบงำกิจการดังกล่าวมีสิทธิที่จะยกเลิกสัญญาตัวแทนจำหน่ายได้ ซึ่งสามารถตีความได้ว่า บจ. Schering จะได้รับความเสียหายจากการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการ หากว่า (1) บุคคลภายนอกซื้อกิจการของ บจ. Schering หรือ (2) บุคคลภายนอกมีสิทธิออกเสียงไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อมมากกว่า 50% ของสิทธิออกเสียงทั้งหมด หรือมีสิทธิที่จะได้รับส่วนแบ่งมากกว่า 50% ของกำไรทั้งหมด หรือสามารถควบคุมการตัดสินใจของฝ่ายบริหารของ บจ. Schering

นอกจากนี้สัญญาตัวแทนจำหน่ายยังกำหนดอีกด้วยว่า การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมตามข้อ 8.2 (c) อาจเกิดขึ้นจาก (1) การควบรวมหรือการปรับโครงสร้างกิจการที่ทำให้ บจ. Schering ไม่ได้เป็นบริษัทที่ยังเหลืออยู่ หรือ (2) บริษัทที่ไม่ได้อยู่ในเครือเดียวกับ บจ. Schering เข้ามาถือครองหุ้นมากกว่า 50% ของจำนวนหุ้นหรือของสิทธิออกเสียงของหุ้นส่วนที่เหลือทั้งหมดของ บจ. Schering หรือ (3) การเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการของ บจ. Schering หรือ (4) การชำระบัญชีหรือเลิกบริษัทของ บจ. Schering

การใช้ธุรกรรมการซื้อกิจการแบบย้อนกลับในการหลบเลี่ยงการถูกบอกเลิกสัญญาตามสัญญาตัวแทนจำหน่าย แม้ว่าเมื่อพิจารณาความหมายของการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมตามข้อสัญญาแล้ว บจ. Schering จะสามารถอ้างได้ว่าไม่เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมใน บจ. Schering เนื่องจากภายหลังการเข้าทำธุรกรรมดังกล่าว บจ. Schering ได้กลายเป็นบริษัทแม่

(Parent corporation) ของ บจ. Merck แต่ด้วยโครงสร้างดังกล่าวย่อมถือว่า บจ. Schering กลายเป็นบริษัทที่ถูกซื้อกิจการภายใต้การทำธุรกรรมการซื้อกิจการย้อนกลับ (Reverse merger) เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นในส่วนของ บจ. Schering โดยตามมาตรฐานทางบัญชีการเงินฉบับที่ 141 ได้กำหนดว่า บริษัทผู้ซื้อกิจการในการทำธุรกรรมที่เป็นการซื้อกิจการแบบย้อนกลับมีลักษณะอย่างใดอย่างหนึ่งดังต่อไปนี้

- (1) เป็นผู้ที่มีอำนาจควบคุมเหนือบริษัทที่เกิดขึ้นภายหลังการควบรวมกิจการโดยเป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหม่ที่ได้รับหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงจำนวนมากจากการทำรายการ
- (2) เป็นผู้ที่มีอำนาจควบคุมเหนือบริษัทที่เกิดขึ้นภายหลังการควบรวมกิจการโดยมีอำนาจในการเลือก แต่งตั้ง หรือถอดถอนกรรมการบริษัทตั้งแต่กึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด
- (3) เป็นบริษัทที่ผู้บริหารของบริษัทดังกล่าวสามารถครอบงำการบริหารงานของบริษัทที่เกิดขึ้นภายหลังการควบรวมกิจการได้
- (4) เป็นผู้ที่จ่ายส่วนเกินจากราคายุติธรรมของบริษัทก่อนควบรวมกิจการเพื่อให้ได้ประโยชน์ในส่วนของหุ้นของบริษัทที่เกิดขึ้นภายหลังการควบรวมกิจการ

เมื่อพิจารณาตามมาตรฐานทางบัญชีการเงินฉบับที่ 141 จะพบว่า บจ. Merck ถือเป็นบริษัทผู้ซื้อกิจการของ บจ. Schering ในการทำธุรกรรมที่เป็นการซื้อกิจการแบบย้อนกลับ ซึ่งแม้ว่า บจ. Schering จะพยายามหลบเลี่ยงเหตุในการถูกบอกเลิกสัญญาตัวแทนจำหน่าย ด้วยการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการของ บจ. Schering ก่อนที่ บจ. Schering จะถูกซื้อกิจการแบบย้อนกลับ แต่เมื่อพิจารณาจากเจตนาที่แท้จริงแล้วจะพบว่า การเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการอันถือเป็นการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการนั้นเป็นผลที่เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากซื้อกิจการแบบย้อนกลับ แม้ว่าการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการของ บจ. Schering จะเกิดขึ้นก่อนการซื้อกิจการแบบย้อนกลับก็ตาม

วิเคราะห์กรณีศึกษาที่ 1

แม้ว่าตามกรณีศึกษาจะไม่ใช่กรณีที่บริษัทนอกตลาดทำธุรกรรมเพื่อเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แต่ก็เป็นการพิจารณาถึงรูปแบบการทำธุรกรรมประเภทเดียวกับที่ใช้ในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งก็คือการซื้อกิจการแบบย้อนกลับ (Reverse merger หรือ Reverse takeover) เมื่อพิจารณาจากกรณีศึกษาจะพบว่า หลักเกณฑ์สำคัญที่นำมาใช้ในการพิจารณาว่าธุรกรรมใดถือเป็นการซื้อกิจการแบบย้อนกลับนั้น คือ การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการ ซึ่งสามารถพิจารณาได้จากข้อเท็จจริงหลายประการ เช่น การมีจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงจำนวนมากว่ากึ่งหนึ่งของจำนวนหุ้นทั้งหมด การใช้สิทธิแต่งตั้ง หรือถอดถอนกรรมการบริษัท ตั้งแต่กึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด การมีอำนาจครอบงำการบริหารงานของบริษัท เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม ข้อเท็จจริงข้างต้นบางประการอาจพิจารณาได้ยาก เช่น การมีอำนาจครอบงำการบริหารงานของบริษัท ดังนั้นการพิจารณาถึงการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุม จึงมักพิจารณาจากข้อเท็จจริงที่ชัดเจน เช่น การเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการของบริษัท ซึ่งหากเกิดหลังจากที่บริษัทใดบริษัทหนึ่งเข้าทำรายการซื้อสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งข้อเท็จจริงที่สามารถตรวจสอบได้ชัดเจนนี้เอง ทำให้เกิดแนวคิดที่ต้องการหลีกเลี่ยงการตรวจสอบว่ามีการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการหรือไม่ภายหลังจากเข้าทำรายการ เพื่อไม่ให้เกิดการตีความว่าถูกถือเป็นการเข้าซื้อกิจการแบบย้อนกลับ ซึ่งการหลีกเลี่ยงการตรวจสอบดังกล่าวอาจเกิดขึ้นภายใต้มูลเหตุจูงใจที่ต่างกักันของบริษัทต่างๆ

จากการพิจารณากรณีศึกษาข้างต้น จะพบว่า บจ. Schering พยายามหลีกเลี่ยงการตรวจสอบว่ามีการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการ เนื่องจาก บจ. Schering ไม่ต้องการทำผิดสัญญาตัวแทนจำหน่าย ที่ระบุว่าหากคู่สัญญาฝ่ายหนึ่งเกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการ คู่สัญญาอีกฝ่ายหนึ่งสามารถใช้สิทธิบอกเลิกสัญญาได้ ดังนั้น บจ. Schering จึงเลือกที่จะไม่ให้ บจ. Merck เข้ามาซื้อกิจการโดยตรง แต่เลือกใช้วิธีการให้ บจ. Merck เข้าซื้อกิจการแบบย้อนกลับที่ไม่มีผลทำให้ บจ. Merck เข้ามาถือหุ้นของ บจ. Schering โดยตรง ซึ่งการซื้อกิจการแบบย้อนกลับจะสร้างภาพที่ตรงกันข้าม คือ บจ. Schering กลายเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ใน บจ. Merck ซึ่งในความเป็นจริงแล้ว ส่วนทุนของ บจ. Schering ได้มีการเปลี่ยนแปลง โดยมีผู้ถือหุ้นรายใหม่ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นเดิมของ บจ. Merck เข้ามาถือหุ้นส่วนใหญ่ของ บจ. Schering แทน

แม้ว่ารูปแบบธุรกรรมการเข้าซื้อกิจการแบบย้อนกลับจะทำให้ บจ. Schering สามารถหลีกเลี่ยงความหมายของการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมตามสัญญาตัวแทนจำหน่ายข้อ 8.2 (c) (1) (2) และ (4) ได้ แต่หากการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการของ บจ. Schering เกิดขึ้นภายหลังจากการเข้าทำรายการยอมทำให้ บจ. Schering ทำผิดสัญญาจำหน่ายข้อ 8.2 (c) (3) เนื่องจากพฤติกรรมการถอดถอนกรรมการชุดเดิม และแต่งตั้งกรรมการชุดใหม่ซึ่งเป็นกรรมการของบริษัทเจ้าของสินทรัพย์ที่ซื้อมัน ถือเป็นข้อเท็จจริงที่บ่งชี้ว่าเกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการ โดยมีการโอนอำนาจควบคุมกิจการจากผู้ถือหุ้นเดิมของ บจ. Schering ไปยังผู้ถือหุ้นเดิมของ บจ. Merck ดังนั้น บจ. Schering จึงได้เปลี่ยนแปลงคณะกรรมการของ บจ. Schering ไปเป็นคณะกรรมการของ บจ. Merck ก่อนที่ บจ. Schering จะถูกซื้อกิจการแบบย้อนกลับ

จากความพยายามหลีกเลี่ยงการตรวจสอบตามเกณฑ์อำนาจควบคุมในกรณีศึกษาข้างต้น จะเห็นว่า การใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมในการตรวจสอบว่าธุรกรรมใดเป็นการซื้อกิจการแบบย้อนกลับ หรือธุรกรรมใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมนั้นสามารถทำได้ค่อนข้างยาก เนื่องจากเกณฑ์อำนาจควบคุมเป็นเกณฑ์การตรวจสอบเชิงพฤติกรรมที่ไม่มีความแน่นอน บางพฤติกรรมอาจพิจารณาได้ยากว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการหรือไม่ ดังเช่น

พฤติกรรมการมีอำนาจแต่งตั้งหรือถอดถอนคณะกรรมการ ที่ตามเกณฑ์อำนาจควบคุมมักจะตรวจสอบพฤติกรรมดังกล่าวภายหลังจากทำธุรกรรมเสร็จสิ้นแล้ว ซึ่งการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการก่อนการทำธุรกรรมอาจไม่ได้รับการตรวจสอบ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการบริษัทเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นได้ตามปกติของธุรกิจ จึงทำให้พิจารณาได้ยากว่าการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการในช่วงเวลาใดของการบริหารธุรกิจที่ถือว่ามีเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการ โดยเฉพาะการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการในช่วงเวลาก่อนที่บริษัทจะมีการทำธุรกรรมเพื่อได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่

ดังนั้นการใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมเพียงอย่างเดียวในการพิจารณาว่าธุรกรรมใดถือเป็นการซื้อกิจการแบบย้อนกลับ จึงอาจไม่เพียงพอในแง่ของการสร้างประสิทธิภาพในการตรวจจับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม เนื่องจากเกิดความพยายามในการออกแบบธุรกรรมเพื่อหลีกเลี่ยงการตรวจสอบจากเกณฑ์อำนาจควบคุม ดังเช่นตามกรณีศึกษาที่ใช้วิธีการหลบเลี่ยงโดยเปลี่ยนแปลงช่วงเวลาของการแต่งตั้งถอดถอนกรรมการให้เกิดขึ้นก่อนการเข้าทำธุรกรรม

กรณีศึกษาที่ 2 ผู้ถือหุ้นของบริษัท Surgilight จำกัด เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียนเดิม คือ บริษัท MAS Acquisition III จำกัด (มหาชน) ต่อมาเมื่อมีพฤติกรรมปั่นราคาหุ้น แล้วขายหุ้นที่ตนเองถืออยู่เพื่อทำกำไร³²

บริษัท Surgilight จำกัด (“บจก. Surgilight”) เป็นบริษัทในรัฐฟลอริดา ประกอบธุรกิจพัฒนาเทคโนโลยีเลเซอร์ที่ใช้รักษาโรคตาและผิวหนัง โดยมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่และประธานบริษัทคือ ดร. Lin ซึ่งต้องการนำ บจก. Surgilight เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์

ในวันที่ 31 มีนาคม ค.ศ. 1999 บจก. Surgilight ได้ตกลงเข้าทำสัญญาซื้อขายหุ้นกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ คือ บริษัท MAS Acquisition III จำกัด (มหาชน) (“บจ. MAS III”) ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่ได้ประกอบธุรกิจหลัก (Shell company) โดยมีนาย Tsai เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และประธานบริษัท ซึ่งในสัญญาดังกล่าว บจก. Surgilight ตกลงโอนหุ้นของบริษัทตนเองให้กับ บจ. MAS III ซึ่งมีผลทำให้ บจก. Surgilight ได้มาซึ่งสินทรัพย์ภายใต้การซื้อกิจการแบบย้อนกลับ และทำให้ ดร. Lin สามารถเข้ามามีอำนาจควบคุมเหนือ บจก. MAS III ได้ ซึ่งการทำธุรกรรมดังกล่าวถือว่า บจก. Surgilight ได้เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่าน บจ. MAS III อันส่งผลให้สินทรัพย์และธุรกิจของ บจก. Surgilight เข้ามาสวมสิทธิแทนสินทรัพย์และธุรกิจเดิมของ บจ. MAS III ภายหลังจากการทำธุรกรรมดังกล่าว ดร. Lin ได้นำหลักทรัพย์ของ

³² U.S. Securities and Exchange Commissions, Surgilight Inc. v. Securities and Exchange Commissions [Online], 2009. Available from www.sec.gov/litigation/complaints/compl17469.htm

บจก. Surgilight เข้าไปจดทะเบียนแทน บจ. MAS III และซื้อขายผ่านตลาด OTC (Over-The-Counter Bulletin Board) ซึ่งอยู่นอกกระดานหลัก ภายใต้ชื่อใหม่ คือ บริษัท Surgilight จำกัด (มหาชน) (“บจ. Surgilight”) และใช้ตัวย่อ คือ “SRGL.”

หลังจากการทำสัญญาซื้อขายหุ้นอันทำให้เกิดการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยอ้อม นาย Tsai ก็ได้รับหุ้นประมาณ 8.7% ของหุ้นทั้งหมดใน บจ. Surgilight พร้อมทั้งได้รับเงินสดอีก US\$ 100,000 ในขณะที่ ดร. Lin กลายเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และมีอำนาจควบคุมเหนือ บจ. Surgilight ด้วยการถือหุ้นประมาณ 65.5% ของหุ้นทั้งหมดใน บจ. Surgilight ต่อมาคณะกรรมการชุดเดิมทั้งหมดที่มีนาย Tsai รวมอยู่ด้วยของ บจ. Surgilight ซึ่งเป็นคณะกรรมการชุดเดิมของ บจ. MAS III ได้ลาออกจากตำแหน่ง และคณะกรรมการชุดใหม่ที่มี ดร. Lin เป็นประธานกรรมการได้รับการแต่งตั้งให้เข้ามาบริหารกิจการแทน

หลังจากการทำรายการเพื่อเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมแล้ว ดร. Lin มีพฤติกรรมในการฉ้อโกงประชาชน ด้วยการให้ข่าวอันเป็นเท็จแก่นักข่าวเกี่ยวกับอนาคตทางธุรกิจของ บจ. Surgilight หลังจากการควบรวมกิจการและเปลี่ยนมาประกอบธุรกิจพัฒนาเทคโนโลยี เลเซอร์ที่ใช้รักษาโรคตาและผิวหนังซึ่งเป็นธุรกิจหลักเดิมของ บจก. Surgilight ก่อนควบรวมกิจการ โดยการให้ข่าวอันเป็นเท็จได้กระทำขึ้นหลายครั้ง และแต่ละครั้งได้สร้างความคาดหวังแก่ประชาชนเกี่ยวกับทิศทางและอนาคตที่สดใสทางธุรกิจของ บจ. Surgilight เช่น ทางบริษัทได้พัฒนาเทคโนโลยี เลเซอร์เพื่อแก้ไขปัญหาสายตาสั้นได้สำเร็จ การคิดค้นระบบเลเซอร์ในการแก้ไขปัญหาสายตาสั้นได้เป็นครั้งแรกของโลก การทดลองใช้เลเซอร์ที่เป็นผลสำเร็จในโรงพยาบาลหลายแห่งในประเทศสหรัฐอเมริกา แคนาดา และยุโรป โดยการให้ข่าวอันเป็นเท็จดังกล่าวเกิดขึ้นภายใต้การสนับสนุนของภรรยาของ ดร. Lin และนาย Tsai ซึ่งส่งผลให้หุ้นของ บจ. Surgilight มีราคาสูงขึ้นเรื่อยๆ ดังที่ปรากฏในตารางแสดงราคาหุ้นต่อไปนี้

วัน/เดือน/ปี ที่ให้ข่าว	ราคาหุ้นก่อนให้ข่าว	ราคาหุ้นภายหลังให้ข่าว	ความเปลี่ยนแปลง
13/12/1999	US\$ 2.63	US\$ 6.25	+ 137%
11/01/2000	US\$ 5.50	US\$ 6.63	+ 21%
26/01/2000	US\$ 16.50	US\$ 23.50	+ 42%
17/02/2000	US\$ 13.50	US\$ 13.75	+ 0.02%

ตารางที่ 9 แสดงการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นก่อนและหลังการให้ข่าว

นอกจากนี้ ดร. Lin ยังได้เปิดบัญชีสำหรับการซื้อขายหุ้นในชื่ออื่นๆ อีกหลายบัญชี (บัญชีνομินี) โดยเปิดผ่านนายหน้าขายหุ้น (Broker) หลายๆ แห่ง ซึ่งบัญชีดังกล่าว ดร. Lin ได้

นำมาใช้ในการซื้อขายเพื่อปั่นราคาหุ้นของ บจ. Surgilight ให้สูงขึ้น โดยในช่วง 3 เดือน คือ ระหว่างเดือนธันวาคม ค.ศ. 1999 – เดือนกุมภาพันธ์ ค.ศ. 2000 นั้น ดร. Lin ได้ซื้อหุ้นของ บจ. Surgilight จำนวน 244 ครั้ง และขายหุ้นของ บจ. Surgilight จำนวน 296 ครั้ง ผ่านบัญชีνομินี โดยมูลค่าหุ้นที่ขายได้ทั้งหมดมีมูลค่ารวมกันสูงถึง US\$ 1,700,000

ภายหลังจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Commission หรือ SEC) ของสหรัฐอเมริกาได้ตรวจสอบพบการกระทำที่ผิดปกติดังกล่าว จึงได้สั่งพักการซื้อขายหุ้นของ บจ. Surgilight และตรวจสอบข้อเท็จจริง ซึ่งต่อมาคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้เป็นโจทก์ยื่นฟ้องจำเลย คือ บจ. Surgilight, ดร. Lin, ภรรยาของ ดร. Lin และนาย Tsai ในฐานความผิดที่ฝ่าฝืน พ.ร.บ. หลักทรัพย์ ค.ศ. 1933 เกี่ยวกับเรื่องการกระทำอันไม่เป็นธรรมและความผิดอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

วิเคราะห์กรณีศึกษาที่ 2

จากกรณีศึกษาจะพบว่า ดร. Lin ได้นำ บจก. Surgilight เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมด้วยวัตถุประสงค์ของการหากำไรระยะสั้นจากความพยายามที่จะทำให้เกิดส่วนต่างระหว่างราคาหุ้นก่อนเข้าทำรายการและภายหลังเข้าทำรายการ โดยไม่ได้ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมด้วยวัตถุประสงค์ของการใช้สถานะของบริษัทจดทะเบียนภายหลังการเข้าทำรายการเพื่อระดมทุนจากประชาชนและนำมาใช้ประกอบธุรกิจในระยะยาว ซึ่งจะเห็นได้จากราคาหุ้นที่เพิ่มสูงขึ้นอันเกิดจากปัจจัยที่สำคัญ 2 ประการ ได้แก่

(1) ความคาดหวังของนักลงทุนภายหลังจากที่ บจก. Surgilight ได้ควบรวมกิจการกับ บจ. MAS III ว่าบริษัทจดทะเบียนใหม่ คือ บจ. Surgilight จะสามารถสร้างผลประกอบที่ดีได้จากธุรกิจพัฒนาเทคโนโลยีเลเซอร์ที่ใช้รักษาโรคตาและผิวหนัง โดย ดร. Lin ได้สร้างความคาดหวังดังกล่าวให้สูงขึ้นด้วยการให้ข่าวอันเป็นเท็จ เช่น บริษัทสามารถพัฒนาเทคโนโลยีเลเซอร์เพื่อแก้ไขปัญหาสายตาสั้นได้สำเร็จ ทำให้นักลงทุนรายย่อยเกิดความสนใจที่เข้ามาซื้อหุ้นของ บจ. Surgilight จนทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น

(2) ความเข้าใจผิดของนักลงทุนที่คิดว่าราคาหุ้นสูงขึ้นอันเนื่องมาจากความต้องการจำนวนมากของประชาชนที่ต้องการซื้อหุ้นของ บจ. Surgilight ซึ่งความเข้าใจผิดดังกล่าวส่วนหนึ่งเกิดจากการปั่นราคาหุ้นของ บจ. Surgilight ที่กระทำโดยผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัท คือ ดร. Lin ด้วยการเปิดบัญชีโนมินีหลายบัญชีและซื้อขายหุ้นไปมาระหว่างบัญชีโนมินีด้วยตนเองจนทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นจากความต้องการเทียมที่เกิดจากการปั่นหุ้น และทำให้นักลงทุนรายย่อยคนอื่นเข้ามาซื้อหุ้นดังกล่าวเพื่อหวังทำกำไร แต่ท้ายที่สุดราคาหุ้นที่เคยสูงอยู่นั้นก็ลดต่ำลงอย่างรวดเร็วหลังจาก ดร. Lin

หยุดปั่นราคา ซึ่งพฤติกรรมการปั่นราคาหุ้น (Pump and dump scheme) นี้เองได้สร้างความเสียหายให้แก่นักลงทุนรายย่อยที่เข้ามาซื้อหุ้นของ บจ. Surgilight แล้วขาดทุนจากราคาที่ตกต่ำลง

อย่างไรก็ตาม จากการพิจารณาข้างต้นจะเห็นว่าด้วยลักษณะธุรกรรมของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมนั้นไม่ได้สร้างความเสียหายโดยตรงให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนหรือนักลงทุนที่ต้องการเข้ามาซื้อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่เกิดขึ้นหลังจากการเข้าทำธุรกรรม หากแต่ความเสียหายมักเกิดจากการนำวิธีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมาใช้อย่างผิดวัตถุประสงค์โดยผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทนอกตลาด หรือโดยความร่วมมือของผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนเดิมที่ยินยอมให้บริษัทนอกตลาดเข้ามาจดทะเบียนโดยอ้อมผ่านบริษัทของตน ซึ่งการก่อความเสียหายให้แก่นักลงทุนด้วยการใช้วิธีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมนั้นส่วนมากจะนำมาใช้ร่วมกับวิธีการกระทำความผิดอื่นๆ ดังเช่นวิธีการที่ ดร. Lin ใช้ในกรณีศึกษา ได้แก่ การเปิดบัญชีνομินีหลายๆ บัญชีเพื่อนำมาใช้ซื้อขายปั่นราคาหุ้นให้สูงขึ้นซึ่งเป็นการล่อลวงให้นักลงทุนรายย่อยคนอื่นๆ สนใจเข้ามาซื้อขายทำกำไร และการให้ข่าวอันเป็นเท็จที่ส่งผลให้ราคาหุ้นสูงขึ้นอันเนื่องมาจากการสร้างความคาดหวังให้นักลงทุนเห็นว่าหุ้นของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวมีอนาคตที่สดใสและอาจจะมีผลประโยชน์ประกอบที่ดี

อย่างไรก็ตาม พฤติกรรมอันไม่เป็นธรรมที่ ดร. Lin ใช้ในการสร้างราคาหุ้นภายหลังการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์นั้น ในบางกรณีอาจตรวจสอบได้ยาก เช่น อาจมีการเปิดบัญชีνομินีจำนวนหลายบัญชี โดยอาศัยชื่อของบุคคลที่ไม่มีความสัมพันธ์กับผู้ที่ต้องการสร้างราคาอย่างชัดเจนเป็นชื่อเจ้าของบัญชี ทำให้ยากที่จะตรวจสอบได้ว่าบัญชีที่เข้ามาซื้อขายหุ้นนั้นมีความสัมพันธ์กันหรือไม่ และการซื้อขายหุ้นเป็นไปเพื่อปั่นราคาหุ้นให้สูงขึ้นหรือไม่ นอกจากนี้การให้ข่าวอันเป็นเท็จในบางกรณีอาจไม่ได้เป็นการให้ข่าวแก่นักข่าวโดยตรง แต่เป็นการปล่อยข่าวลือสู่สาธารณชนซึ่งอาจติดตามหาผู้ปล่อยข่าวลือได้ยาก และมีความเป็นไปได้ที่นักลงทุนรายย่อยอาจจะทราบว่ามีมีการปล่อยข่าวลือเพื่อสร้างราคาหุ้น แต่นักลงทุนก็ยังคงต้องเสี่ยงที่จะเข้าไปซื้อขายหุ้นดังกล่าวเพื่อสร้างกำไรโดยหวังว่าตนเองจะสามารถขายหุ้นดังกล่าวออกไปได้ก่อนที่ราคาหุ้นจะลดลงอย่างรวดเร็ว

แม้ว่าลักษณะธุรกรรมของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมนั้นไม่ได้สร้างความเสียหายโดยตรง แต่การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมก็อาจเป็นจุดเริ่มต้นที่ทำให้ผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์สามารถเข้ามาสวมสิทธิแทนบริษัทจดทะเบียนเดิมและสร้างพฤติกรรมที่เก็งกำไรได้ดังเช่นที่เกิดขึ้นตามกรณีศึกษาข้างต้น โดยส่วนมากบริษัทนอกตลาดมักจะเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียนเดิมที่ไม่ได้ประกอบธุรกิจ (Shell company) ซึ่งบริษัทจดทะเบียนเดิมเหล่านี้ อาจเคยเป็นบริษัทที่เข้ามาระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อประกอบธุรกิจ แต่ต่อมาผลประกอบการไม่ดีจนกระทั่งถูกพักการซื้อขายและถูกย้ายมาซื้อขายนอกกระดานหลัก หรืออาจเข้ามาจดทะเบียนโดยที่ไม่ได้ประกอบกิจการใดๆ (Blank

check company) แต่รอบบริษัทอื่นเข้ามาควบคุมกิจการในอนาคตก็ได้ ซึ่งคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ก็ตระหนักถึงปัญหาดังกล่าวและเห็นว่าควรมีการปรับปรุงหลักเกณฑ์เพื่อป้องกันปัญหาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมด้วยวัตถุประสงค์ในการแสวงหากำไรจากการสร้างราคา

ดังนั้นในเดือนกุมภาพันธ์ ค.ศ. 2008 คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงได้มีการแก้ไขกฎตลาดหลักทรัพย์ที่ 144 โดยให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่ที่สามารถเข้าจดทะเบียนห้ามขายหุ้นออกไปภายในระยะเวลา 1 ปี นับแต่แจ้งตลาดหลักทรัพย์ให้ทราบถึงการเข้าทำรายการอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ซึ่งการแก้ไขดังกล่าวช่วยลดแรงจูงใจในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเพื่อเก็งกำไรจากการสร้างราคาหุ้นให้สูงขึ้น เนื่องจากการห้ามผู้ถือหุ้นรายใหม่ขายหุ้นออกไปภายในระยะเวลา 1 ปีนั้น ทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่ไม่สามารถสร้างกำไรจากการใช้พฤติกรรมที่ไม่เป็นธรรมได้ทันที นอกจากนี้ระยะเวลา 1 ปีดังกล่าวยังช่วยให้นักลงทุนรายย่อยสามารถศึกษารายละเอียดของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้มากขึ้นจากการพิจารณาผลประกอบการที่เกิดขึ้นจริงในรอบ 1 ปีหลังจากการเข้าทำรายการว่าบริษัทดังกล่าวมีศักยภาพมากน้อยเพียงใด และสมควรหรือไม่ที่จะเข้าไปลงทุนซื้อหุ้นเพื่อแสวงหาผลตอบแทนระยะยาวจากบริษัทดังกล่าว

4.3.8 สรุปข้อคิดเห็นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา

การวิเคราะห์หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกาสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 รูปแบบใหญ่ๆ ดังนี้

รูปแบบที่ 1 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในกรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้าทำรายการกับบริษัทจดทะเบียน (Shell Company)

การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในกรณีนี้ สามารถแบ่งการพิจารณาได้เป็น 2 ประเด็นใหญ่ๆ ดังนี้

1) การพิจารณาว่ารายการประเภทใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการพิจารณาว่าการเข้าทำรายการประเภทใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกานั้น ใช้การพิจารณาเพียงช่วงเวลาเดียวคือ ภายหลังจากการเข้าทำรายการ โดยพิจารณาจากเกณฑ์อำนาจควบคุมว่าการทำรายการที่เกิดขึ้น

ระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนส่งผลให้เกิดการโอนอำนาจควบคุมภายในบริษัทจดทะเบียนหรือไม่ ซึ่งการโอนอำนาจควบคุมต้องพิจารณาจากปัจจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้องภายในบริษัทจดทะเบียน เช่น การเปลี่ยนแปลงด้านการบริหาร คณะกรรมการบริษัท สิทธิออกเสียง ความเป็นเจ้าของ โครงสร้างทางการเงิน

แนวทางในการตรวจจับว่าธุรกรรมใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา นั้นเป็นรูปแบบการพิจารณาธุรกรรมแบบเชิงรับเพียงอย่างเดียว โดยใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมที่เน้นการพิจารณาว่าการได้มาซึ่งสินทรัพย์นั้นส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมในกิจการหรือไม่ โดยพิจารณาทั้งจากจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียง และพฤติกรรม การแต่งตั้งถอดถอนกรรมการ ซึ่งจะเห็นได้ว่าวิธีการตรวจจับธุรกรรมของประเทศสหรัฐอเมริกาไม่ได้มีความเข้มงวด แต่ตรวจจับธุรกรรมตามความเป็นจริง ซึ่งแตกต่างจากแนวทางในการตรวจจับธุรกรรมของประเทศไทย เขตปกครองพิเศษฮ่องกง และประเทศเกาหลีใต้ที่เน้นการตรวจจับธุรกรรมอย่างเข้มงวดโดยใช้การพิจารณาธุรกรรมทั้งแบบเชิงรุกด้วยเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ และแบบเชิงรับด้วยเกณฑ์อำนาจควบคุม

2) การดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนในกรณีที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนในกรณีที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกานั้น สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ช่วงเวลา

(1) การดำเนินการก่อนทำรายการ ได้แก่ การขออนุมัติจากผู้ถือหุ้น และการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่

(2) การดำเนินการหลังทำรายการ ได้แก่ การแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์ โดยภายหลังจากเข้าทำรายการแล้ว หุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนได้รับ จะมีข้อจำกัดห้ามโอน (Restricted Stock) ภายในระยะเวลา 1 ปี

จากการพิจารณาพบว่าหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนในกรณีที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกามีความคล้ายคลึงกับประเทศไทย อย่างไรก็ตามการกำหนดข้อห้ามการโอนหุ้นภายในระยะเวลา 1 ปีสำหรับการเข้าจดทะเบียนทางอ้อมไว้โดยเฉพาะของประเทศสหรัฐอเมริกานั้น มีความเข้มงวดมากกว่าข้อห้ามการโอนหุ้นของประเทศไทย โดยผู้เขียนเห็นว่าแนวทางในการกำหนดข้อห้ามการโอนหุ้นที่เข้มงวดของประเทศสหรัฐอเมริกานั้น น่าจะเกิดจากข้อเท็จจริงอันเป็นปัญหาที่ผู้ถือหุ้นรายใหม่ของบริษัทจดทะเบียนมักจะทำกำไรจากการสร้างราคาหุ้นแล้วขายออกไปในระยะสั้น เช่นเดียวกับปัญหาที่เกิดขึ้น

ในประเทศเกาหลีใต้ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์อเมริกาจึงสร้างหลักเกณฑ์ในการห้ามโอนหุ้นขึ้นมาเพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว*

โดยสรุป แนวคิดในการกำกับดูแลการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมของประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นไปในลักษณะไม่เข้มงวด โดยเปิดโอกาสให้ทำธุรกรรมได้อย่างเสรีด้วยการใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมในการตรวจจับธุรกรรม ซึ่งแตกต่างจากแนวคิดในการกำกับดูแลอย่างเข้มงวดของประเทศไทย ประเทศเกาหลีใต้ และเขตปกครองพิเศษฮ่องกง ส่วนแนวคิดในการควบคุมคุณภาพของบริษัทที่ต้องการเข้าจดทะเบียนโดยอ้อมนั้น มีแนวคิดที่เข้มงวดเหมือนประเทศไทย ประเทศเกาหลีใต้ และเขตปกครองพิเศษฮ่องกงเช่นกัน อย่างไรก็ตาม ประเทศสหรัฐอเมริกาก็มีการผ่อนคลายหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยส่งเสริมให้มีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมด้วยการอนุญาตให้มีนำบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะมาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อเมริกาได้ ดังที่จะกล่าวต่อไปในรูปแบบที่ 2

รูปแบบที่ 2 การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในกรณีของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนควบรวมกิจการกับบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะ (SPAC)

การจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมตามรูปแบบนี้ เริ่มต้นจากบริษัทจดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะ (SPAC) ที่ไม่มีการดำเนินธุรกิจที่แท้จริงยื่นขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (IPO) กับตลาดหลักทรัพย์อเมริกา โดยทุนที่ระดมจากประชาชนอย่างน้อย 90% จะถูกนำมาฝากไว้กับผู้ดูแลทรัพย์สิน ซึ่งทุนจำนวน 10% ที่เหลือจะถูกหักออกเป็นค่าธรรมเนียมของผู้จัดการธุรกรรม โดยบริษัทที่จดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะต้องหาบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่เข้ามาควบรวมกิจการต้องมีมูลค่าของสินทรัพย์ไม่น้อยกว่า 80% ของจำนวนเงินที่ระดมได้จากการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน หากบริษัทที่จดทะเบียนเพื่อควบรวมกิจการโดยเฉพาะไม่สามารถควบรวมกับบริษัทที่มีคุณสมบัติดังกล่าวภายในระยะเวลา 18 เดือน ผู้ดูแลทรัพย์สินก็จะคืนเงินกลับไปให้ประชาชนพร้อมดอกเบี้ยของเงินดังกล่าวที่รับฝากไว้

รูปแบบนี้ถือเป็นทางเลือกให้กับการเข้าจดทะเบียนโดยอ้อม ซึ่งประเทศสหรัฐอเมริกาสร้างรูปแบบนี้ขึ้นมาภายใต้แนวคิดในการปกป้องเงินของประชาชน โดยเงินของประชาชนที่ถูกระดมทุนผ่านการเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกควรนำไปใช้ในกิจการของบริษัทที่เหมาะสม ซึ่งบริษัทดังกล่าวควรมีขนาดสินทรัพย์ที่ใกล้เคียงกับจำนวนเงินที่เสนอขายต่อประชาชน

* เพิ่มเติมข้อห้ามการโอนหุ้นภายในระยะเวลา 1 ปี เข้าไปในกฎหมายหลักทรัพย์ที่ 144 ในเดือนกุมภาพันธ์ ค.ศ. 2008

บทที่ 5

ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ สามารถหาแนวทางสำหรับข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นจากกรณีศึกษาของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทยได้ดังนี้

5.1 ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับปัญหาการใช้ขนาดของสินทรัพย์เพื่อพิจารณาว่ารายการใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

5.1.1 วิเคราะห์แนวทางในการแก้ไขปัญหา

ประเด็นปัญหาที่ 1 หลักเกณฑ์ในการใช้ขนาดของสินทรัพย์เพื่อพิจารณาว่ารายการใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม สร้างอุปสรรคต่อบริษัทจดทะเบียนในการเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

หลักเกณฑ์ในการพิจารณาว่ารายการใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทย ปัจจุบันได้นำเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์มาใช้พิจารณาในช่วงเวลา ก่อนเข้าทำรายการ โดยแยกต่างหากออกจากเกณฑ์อำนาจควบคุมและเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือที่นำมาใช้พิจารณาในช่วงเวลาภายหลังเข้าทำรายการ ซึ่งหากรายการดังกล่าวถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมตามเกณฑ์สินทรัพย์ ก็ไม่ต้องพิจารณาในช่วงเวลาหลังการทำรายการว่าถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมตามเกณฑ์อำนาจควบคุมหรือตามเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถืออีกหรือไม่

จากการพิจารณาพบว่าการนำเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์มาใช้พิจารณาในช่วงเวลา ก่อนเข้าทำรายการโดยแยกต่างหากออกจากเกณฑ์อื่นอาจไม่สอดคล้องกับเจตนาที่แท้จริงในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยเฉพาะในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนใช้เงินสดเข้าไปซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน เนื่องจากการใช้เงินสดซื้อสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่กว่า ไม่ได้ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมกิจการในบริษัทจดทะเบียน และไม่ได้ทำให้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนไม่ได้ลดลงต่ำกว่าร้อยละ 50 ของทุนชำระแล้วเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือ

เมื่อพิจารณาถึงหลักเกณฑ์ในการพิจารณาว่ารายการใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าได้ใช้เฉพาะเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียนภายหลังการเข้าทำรายการในการพิจารณาว่ารายการใดถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม โดยไม่ได้คำนึงถึงเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ดังเช่นหลักเกณฑ์ที่

กำหนดในประเทศไทย ซึ่งการให้ความสำคัญต่อการพิจารณาภายหลังการทำรายการน่าจะสอดคล้องกับข้อเท็จจริงของลักษณะทางธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมากกว่า เนื่องจากวัตถุประสงค์หลักของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คือ การทำธุรกรรมที่ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทนอกตลาดได้มาซึ่งอำนาจควบคุมกิจการเหนือบริษัทจดทะเบียนแทนที่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทจดทะเบียน

อย่างไรก็ตาม ผู้เขียนเห็นว่าเกณฑ์การพิจารณาขนาดของสินทรัพย์ก็มีประโยชน์อย่างมากในตรวจสอบแนวโน้มของธุรกรรมที่อาจกระทำขึ้นเพื่อนำสินทรัพย์ของบริษัทนอกตลาดเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ดังนั้นจึงควรแก้ไขหลักเกณฑ์ในการตรวจจําธุรกรรมด้วยการนำเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ที่พิจารณาก่อนเข้าทำรายการมาใช้พิจารณาประกอบกับเกณฑ์อำนาจควบคุมและเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือที่พิจารณาภายหลังเข้าทำรายการโดยไม่พิจารณาแยกจากกัน แต่ควรนำมาพิจารณาร่วมกันในลักษณะที่ใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมและเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือเป็นเงื่อนไขประกอบในการพิจารณาก่อนเข้าทำรายการด้วยเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ ในขณะที่การพิจารณาภายหลังเข้าทำรายการยังคงใช้เกณฑ์อำนาจควบคุมและเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือเช่นเดิม

5.1.2 ข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหา

สำหรับประเด็นปัญหาที่ 1 ผู้เขียนมีข้อเสนอแนะเพื่อแก้ไขปัญหา คือ ควรนำเกณฑ์อำนาจควบคุมและเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือมาใช้เป็นเงื่อนไขประกอบอยู่ในเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ด้วย หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ การได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน จะถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมก็ต่อเมื่อการได้มานั้นส่งผลให้มีการโอนอำนาจการควบคุมจากผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนหรือไปยังเจ้าของเดิมของสินทรัพย์นั้น หรือส่งผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนถือหุ้นต่ำกว่าร้อยละ 50 ของทุนชำระแล้วของบริษัทที่เป็นผลจากการรวมเข้าด้วยกัน

ดังนั้นจึงควรแก้ไขดังต่อไปนี้

1) ควรแก้ไขข้อ 20 ของประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547 (“ประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์”) โดยเพิ่มเติมข้อความด้านหลังข้อ (1) ดังต่อไปนี้ (ดูข้อความที่ขีดเส้นใต้)

“ข้อ 20 รายการประเภทที่ 4 หรือการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คือ การที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยได้มาซึ่งสินทรัพย์ทั้งหมดหรือเกือบทั้งหมดของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนและมีลักษณะอย่างใดอย่างหนึ่งดังต่อไปนี้

(1) เมื่อคำนวณตามเกณฑ์ที่กำหนดตามข้อ 7 แล้ว มีมูลค่าตั้งแต่ร้อยละ 100 ขึ้นไป และมีลักษณะตาม (2) หรือ (3)

(2) การได้มาซึ่งสินทรัพย์เป็นผลให้มีการโอนอำนาจการควบคุมจากผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนหรือไปยังเจ้าของเดิมของสินทรัพย์นั้น

(3) การได้มาซึ่งสินทรัพย์เป็นผลมาจากการรวมกิจการเข้าด้วยกัน และมีผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนถือหุ้นต่ำกว่าร้อยละ 50 ของทุนชำระแล้วของบริษัทที่เป็นผลจากการรวมเข้าด้วยกัน

เมื่อมีการได้มาซึ่งสินทรัพย์ตามวรรคหนึ่ง ให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงานและเปิดเผยการได้มาซึ่งสินทรัพย์ต่อตลาดหลักทรัพย์ทันที โดยมีสารสนเทศอย่างน้อยตามบัญชี (1) ท้ายประกาศ”

ตามข้อ 20 ที่ได้แก้ไขนี้ หากนำไปใช้พิจารณากรณีที่บริษัท อาปิโก โฮเทค จำกัด (มหาชน) เข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัท แพริช สตรัคเจอร์ล โปรดัคส์ (ประเทศไทย) จำกัด การเข้าทำรายการดังกล่าวจะไม่ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม แม้ว่าสินทรัพย์ที่บริษัท อาปิโก โฮเทค จำกัด (มหาชน) ได้มานั้น จะมีขนาดสูงถึง 192% ของสินทรัพย์ที่บริษัท อาปิโก โฮเทค จำกัด (มหาชน) มีอยู่ก็ตาม เนื่องจากต้องพิจารณาประกอบกับข้อเท็จจริงภายหลังการทำรายการด้วยว่ามีการโอนอำนาจควบคุมกิจการหรือทำให้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมลดลงต่ำกว่าร้อยละ 50 ของทุนชำระแล้วของบริษัทที่เป็นผลจากการรวมเข้าด้วยกันหรือไม่

2) ควรยกเลิกข้อยกเว้นของการยื่นคำขอรับหลักทรัพย์ คือ ยกเลิกข้อ 24 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ โดยข้อ 24 ดังกล่าวได้ยกเว้นให้สำหรับกรณีที่สินทรัพย์ที่ได้มามีขนาดใหญ่กว่าสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนไม่เกินร้อยละ 120 แต่เนื่องจากเมื่อแก้ไขข้อ 20 ตามที่เสนอแนะแล้ว ข้อยกเว้นตามข้อ 24 ก็ไม่จำเป็นต้องใช้อีก เพราะกรณีตามข้อ 24 ย่อมไม่ถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมตามข้อ 20 ที่แก้ไขแล้ว

5.1.3 เหตุผลสนับสนุนข้อเสนอแนะ

ผู้เขียนมีเหตุผลสนับสนุนข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหาสำหรับประเด็นปัญหาที่ 1 ดังต่อไปนี้

1) การพิจารณาธุรกรรมด้วยเกณฑ์หลายประเภททั้งแบบเชิงรุกและแบบเชิงรับ ได้แก่ เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ เกณฑ์อำนาจควบคุม และเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือ ทำให้สามารถนำข้อดีของเกณฑ์ต่างๆ มาใช้ประโยชน์ได้¹ เช่น เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ สามารถนำมาใช้พิจารณาได้ง่ายในทางปฏิบัติด้วยการคำนวณขนาดสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทที่มีไม่บริษัทจดทะเบียนเพื่อเปรียบเทียบกันภายใต้หลักเกณฑ์ทางบัญชีที่มีมาตรฐาน และนำมาใช้ปกป้องผู้ถือหุ้นได้ดีกว่าเกณฑ์อื่นเนื่องจากเป็นเกณฑ์ที่นำมาใช้พิจารณาก่อนเข้าทำรายการ ส่วนเกณฑ์อำนาจควบคุมสามารถสะท้อนเจตนาที่แท้จริงในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้ดีกว่าเกณฑ์อื่นเนื่องจากวัตถุประสงค์ของการทำรายการเพื่อนำสินทรัพย์นอกตลาดเข้ามาจดทะเบียนโดยอ้อมก็คือการที่ผู้ถือหุ้นของบริษัทนอกตลาดสามารถเข้ามามีอำนาจควบคุมเหนือบริษัทจดทะเบียนได้

2) การพิจารณาธุรกรรมด้วยเกณฑ์หลายประเภท ช่วยลดปัญหาที่เกิดจากข้อเสียของเกณฑ์แต่ละประเภทได้ เช่น การใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์อาจไม่สะท้อนเจตนาที่แท้จริงในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม² เนื่องจากเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ใช้เพียงการคำนวณขนาดของสินทรัพย์เพียงอย่างเดียว โดยไม่คำนึงถึงผลที่เกิดขึ้นภายหลังการโอนสินทรัพย์ ทำให้การใช้เกณฑ์ดังกล่าวครอบคลุมถึงธุรกรรมบางประเภทที่ไม่มีเจตนาให้นำสินทรัพย์ของบริษัทนอกตลาดเข้ามาจดทะเบียนด้วย ส่วนเกณฑ์อำนาจควบคุมนั้น เป็นเกณฑ์ที่นำมาใช้พิจารณาได้ยาก เนื่องจากเป็นการพิจารณาเชิงพฤติกรรม และปกป้องผู้ถือหุ้นได้ไม่เต็มที่เนื่องจากเป็นเกณฑ์ที่นำมาใช้พิจารณาภายหลังเข้าทำรายการ

3) การพิจารณาธุรกรรมโดยใช้เกณฑ์ใดเกณฑ์หนึ่งเพียงเกณฑ์เดียวอาจทำให้เกิดปัญหาการพยายามออกแบบธุรกรรมเพื่อหลบเลี่ยงการตรวจสอบจากเกณฑ์นั้นๆ ได้ เช่น การใช้วิธีประเมินราคาสินทรัพย์ของบริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ให้ต่ำกว่าความเป็นจริงเพื่อหลีกเลี่ยงการตรวจสอบจากเกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ การใช้อำนาจควบคุมผ่านบุคคลอื่นในการแต่งตั้งหรือถอดถอนกรรมการเพื่อหลีกเลี่ยงการตรวจสอบจากเกณฑ์อำนาจควบคุม ความพยายามที่จะหลบเลี่ยงการตีความว่าผู้ใดมีอำนาจควบคุม ด้วยการเปลี่ยนแปลงช่วงเวลาของการแต่งตั้งถอดถอนกรรมการให้เกิดขึ้นก่อนการเข้าทำธุรกรรมอันถือเป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม³

¹ ดูข้อที่ 2.7.2.1 และข้อที่ 2.7.2.2 ของบทที่ 2

² ดูกรณีศึกษาที่ 1 ในข้อที่ 3.7 ของบทที่ 3 และ กรณีศึกษาที่ 1 ในข้อที่ 4.1.7 ของบทที่ 4

³ ดูกรณีศึกษาที่ 1 ในข้อที่ 4.3.7 ของบทที่ 4

4) การพิจารณาธุรกรรมตามข้อ 20 (1) เป็นการพิจารณาโดยใช้เกณฑ์ขนาดของสินทรัพย์ซึ่งเป็นการพิจารณาธุรกรรมในแบบเชิงรุก ที่อาจตีความการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมโดยนับรวมทั้งธุรกรรมที่มีเจตนาและไม่มีเจตนาสินทรัพย์ของบริษัทนอกตลาดเข้ามาจดทะเบียน ดังนั้นเมื่อมีการปรับปรุงแก้ไขให้การตรวจจับธุรกรรมเป็นไปตามข้อเท็จจริงที่สอดคล้องกับการโอนอำนาจควบคุมมากขึ้น* ด้วยการนำเกณฑ์อำนาจควบคุมและเกณฑ์สัดส่วนหุ้นที่ถือมาใช้เป็นเงื่อนไขประกอบอยู่ในเกณฑ์สินทรัพย์ด้วย ก็สามารถแก้ไขปัญหการนับรวมธุรกรรมที่ไม่มีเจตนาสินทรัพย์ของบริษัทนอกตลาดเข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมได้

5.2 ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับปัญหาการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมที่ทำให้เกิดต้นทุนทางธุรกรรมจำนวนมาก

5.2.1 วิเคราะห์แนวทางในการแก้ไขปัญหา

ประเด็นปัญหาที่ 2 หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการดำเนินการเมื่อมีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ไม่ส่งเสริมให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนเข้ามาจดทะเบียนโดยอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟิวเจอร์การ ซึ่งเกิดจากสาเหตุที่สำคัญ คือ การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมทำให้เกิดต้นทุนทางธุรกรรมจำนวนมาก

สำหรับประเด็นปัญหาที่ 2 ที่กล่าวถึงการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมทำให้เกิดต้นทุนทางธุรกรรมจำนวนมากนั้น เมื่อพิจารณาแล้วพบว่า การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมสร้างหน้าที่ให้กับบริษัทจดทะเบียนและบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนค่อนข้างมาก โดยเฉพาะหน้าที่ในการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่นั้นสร้างต้นทุนทางธุรกรรมให้กับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่จะต้องพยายามทำให้ส่วนทุนชำระแล้ว ส่วนของผู้ถือหุ้น และผลการดำเนินงานผ่านเกณฑ์เช่นเดียวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ดังนั้นต้นทุนทางธุรกรรมที่เกิดขึ้นจากการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่จึงถือเป็นส่วนหนึ่งของอุปสรรคในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทยผ่านบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟิวเจอร์การ

ผู้เขียนเห็นว่าแนวทางในการแก้ไขปัญหาที่เหมาะสมนั้น ควรผ่อนปรนคุณสมบัติของการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ในกรณีที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในประเทศไทยผ่านบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟิวเจอร์การ แม้ว่าแนวทางในการผ่อนปรนนี้จะไม่ปรากฏในหลักเกณฑ์

* หลังจากแก้ไขแล้ว ถ้อยคำใกล้เคียงกับความหมายของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมตามข้อ 14.06 ข้อย่อย (a) ของกฎการจดทะเบียนในกระดานหลักของเขตปกครองพิเศษฮ่องกงที่ว่า “การที่บริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์ไม่ว่าภายในครั้งเดียวหรือหลายครั้งที่ถือเป็นการได้มาอย่างมีนัยสำคัญมากซึ่งส่งผลหรือจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอำนาจควบคุมในบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียน”

เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมในต่างประเทศที่ได้ศึกษามา แต่แนวทางในการผ่อนปรนคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าว ปัจจุบันก็ได้กำหนดอยู่ในข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด 3 ฉบับ ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

1) ข้อบังคับเกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2544 ซึ่งแนวทางในการผ่อนปรนคุณสมบัติของการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ ปรากฏอยู่ในข้อ 26/1 ของข้อบังคับดังกล่าว

“ข้อ 26/1* ในกรณีที่คณะกรรมการพิจารณาแล้วเห็นว่าการสั่งรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิของผู้ยื่นคำขอเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนจะเป็นประโยชน์ต่อตลาดทุน คณะกรรมการอาจผ่อนผันคุณสมบัติของผู้ยื่นคำขอในเชิงตัวเลขหรือปริมาณดังต่อไปนี้ในการพิจารณาคำขอและสั่งรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิตามข้อ 26

(1) ทุนชำระแล้วตามข้อ 5(2)

(2) การกระจายการถือหุ้นรายย่อยตามข้อ 5(3) (ก) (ข) และ (ง) (ง.1) และ (ง.2)

(3) ผลการดำเนินงานตามข้อ 5(4)

(4) ฐานะการเงินและสภาพคล่องตามข้อ 5 (5) (ข)

ในการผ่อนผันตามวรรคหนึ่ง ให้คณะกรรมการเปิดเผยการผ่อนผันคุณสมบัติของผู้ยื่นคำขอต่อประชาชน”

2) ข้อบังคับเกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ได้แก่ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนใน “ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ” พ.ศ. 2546 ซึ่งแนวทางในการผ่อนปรนคุณสมบัติของการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ ปรากฏอยู่ในข้อ 24/1 ของข้อบังคับดังกล่าว

* แนวทางในการผ่อนปรนคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนตามข้อ 26/1 ได้ถูกเพิ่มเติมเข้ามาในปี พ.ศ. 2551 (มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 25 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2551 เป็นต้นไป)

“ข้อ 24/1* ในกรณีที่คณะกรรมการพิจารณาแล้วเห็นว่าการสั่งรับหลักทรัพย์ของผู้ยื่นคำขอเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนจะเป็นประโยชน์ต่อตลาดทุน คณะกรรมการอาจผ่อนผันคุณสมบัติของผู้ยื่นคำขอในเชิงตัวเลขหรือปริมาณดังต่อไปนี้ในการพิจารณาคำขอและสั่งรับหุ้นสามัญหรือหุ้นปริมิติตามข้อ 24

- (1) ทุนชำระแล้วตามข้อ 5(2)
- (2) การกระจายการถือหุ้นรายย่อยตามข้อ 5(3) (ก) และ (ข)
- (3) การเสนอขายหุ้นต่อประชาชนตามข้อ 5(4) (ก)
- (4) ผลการดำเนินงานตามข้อ 5(5)
- (5) สถานะการเงินตามข้อ 5(6)

ในการผ่อนผันตามวรรคหนึ่ง ให้คณะกรรมการเปิดเผยการผ่อนผันคุณสมบัติของผู้ยื่นคำขอต่อประชาชน”

3) ข้อบังคับเกี่ยวกับการควบกิจการระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่ไม่มีบริษัทจดทะเบียนซึ่งมีลักษณะคล้ายคลึงกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ได้แก่ ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหลักทรัพย์ของบริษัทที่เกิดจากการควบบริษัทเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2542 ซึ่งหลักเกณฑ์ดังกล่าวใช้กับ โดยตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาว่าบริษัทใหม่ที่เกิดขึ้นภายหลังการควบกิจการมีคุณสมบัติเพียงพอที่จะเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือไม่ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ก็มีแนวทางในการผ่อนปรนคุณสมบัติของการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ ดังที่ได้กำหนดไว้ในข้อ 4 ของข้อบังคับดังกล่าว คือ

“ข้อ 4 เมื่อบริษัทจดทะเบียนประสงค์จะควบบริษัทกับบริษัทที่ไม่มีบริษัทจดทะเบียน ให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินการยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ของบริษัทใหม่ต่อตลาดหลักทรัพย์ตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการรับหลักทรัพย์จดทะเบียนเป็นการล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 30 วันก่อนวันประชุมร่วมกันของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จะควบกันตามกฎหมายว่าด้วยบริษัทมหาชนจำกัด

* แนวทางในการผ่อนปรนคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนตามข้อ 24/1 ได้ถูกเพิ่มเติมเข้ามาในปี พ.ศ. 2551 (มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 25 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2551 เป็นต้นไป)

ในการพิจารณาคำขอให้รับหลักทรัพย์ของบริษัทใหม่ตามวรรคหนึ่งคณะกรรมการ
อาจยกเว้นคุณสมบัติดังต่อไปนี้

(1) การกระจายการถือหุ้นรายย่อย

(2) ผลกำไรสุทธิจากการดำเนินงานตามปกติหลังภาษี เฉพาะกรณีที่คณะกรรมการ
เห็นว่าการควบบริษัทมีผลเป็นการส่งเสริมธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนให้ดีขึ้น”

5.2.2 ข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหา

สำหรับประเด็นปัญหาที่ 2 ผู้เขียนมีข้อเสนอแนะเพื่อแก้ไขปัญหา คือ ควรเพิ่มเติม
ข้อผ่อนปรนคุณสมบัติในการพิจารณาคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ในกรณีการเข้าจดทะเบียนกับตลาด
หลักทรัพย์โดยอ้อม เช่นเดียวกับกรณีการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง และกรณีการทำ
ธุรกรรมควบกิจการระหว่างบริษัทจดทะเบียนและบริษัทที่มีใบบริษัทจดทะเบียน ภายใต้เหตุผล คือ
“การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีผลเป็นการส่งเสริมธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนให้
ดีขึ้น” โดยเหตุผลดังกล่าวสอดคล้องกับเหตุผลตามที่ปรากฏในข้อ 4 ของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย เรื่อง การรับหลักทรัพย์ของบริษัทที่เกิดจากการควบบริษัทเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน
พ.ศ. 2542 ซึ่งการผ่อนปรนคุณสมบัติให้บริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมผ่าน
บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ ย่อมเข้าข่ายที่ตลาดหลักทรัพย์สามารถใช้ดุลพินิจผ่อนปรน
คุณสมบัติให้ได้ เนื่องจากการทำธุรกรรมดังกล่าวถือเป็นการส่งเสริมธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนให้
ดีขึ้น โดยทำให้บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มฟื้นฟูกิจการได้มาซึ่งสินทรัพย์ใหม่ที่สามารถสร้างกำไรได้ใน
อนาคต ซึ่งอาจทำให้บริษัทจดทะเบียนกลับมามีผลประกอบการที่ดีและหลุดพ้นจากรายชื่อของกลุ่ม
ฟื้นฟูกิจการ

โดยข้อผ่อนปรนคุณสมบัติในการพิจารณาคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ควรเพิ่มเติมเข้า
ไปในวรรคท้ายของข้อ 23 ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ เป็นข้อความ
ดังต่อไปนี้ (ดูข้อความที่ขีดเส้นใต้)

**“ข้อ 23 ตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาคำขออนุมัติการเข้าทำรายการเสมือนหนึ่ง
การพิจารณาคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ทุกประการ ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์อาจเรียกให้บริษัท
จดทะเบียนส่งเอกสารหลักฐานเพื่อประกอบการพิจารณาภายในระยะเวลาที่กำหนด พร้อมทั้งชำระ
ค่าธรรมเนียมและลงนามในข้อตกลงการเข้าจดทะเบียนใหม่กับตลาดหลักทรัพย์ด้วย**

**ตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาคำขอให้รับหลักทรัพย์ให้แล้วเสร็จภายใน 30 วัน
นับแต่วันที่ตลาดหลักทรัพย์ได้รับเอกสารหลักฐานที่ถูกต้องครบถ้วนจากบริษัทจดทะเบียนแล้ว**

ในการพิจารณาคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ตามวรรคหนึ่ง ตลาดหลักทรัพย์อาจผ่อนผันคุณสมบัติของผู้ขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ได้ หากตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าการเข้าทำรายการของบริษัทจดทะเบียนมีผลเป็นการส่งเสริมธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนให้ดีขึ้น”

แนวทางในการผ่อนปรนคุณสมบัติของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมตามส่วนที่เพิ่มเติมเข้าไปในวรรคท้ายของข้อ 23 ข้างต้นนั้น ควรเป็นไปในแนวทางเดียวกับการผ่อนปรนเชิงตัวเลขหรือปริมาณตามที่ปรากฏในข้อ 26/1 ของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2544 และข้อ 24/1 ของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนใน “ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ” พ.ศ. 2546

ดังนั้นการพิจารณาผ่อนปรนเชิงตัวเลขหรือปริมาณตามข้อ 23 ข้างต้น จึงควรเป็นการผ่อนปรนคุณสมบัติของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนดังต่อไปนี้

เกณฑ์พิจารณาบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน	ตลาด SET	ตลาด MAI
(1) ทุนชำระแล้ว (ล้านบาท)	≥ 300	$20 \leq X \leq 300$
(2) ส่วนของผู้ถือหุ้น (ล้านบาท)	≥ 300	≥ 20
(3) การดำเนินงานต่อเนื่อง	≥ 3 ปี	≥ 2 ปี
(4) การดำเนินงานภายใต้ผู้บริหารชุดเดียวกัน	1 ปี	1 ปี
(5) กำไรย้อนหลัง (ล้านบาท)	> 50 (2-3 ปีล่าสุด)	-
(6) กำไรปีล่าสุด (ล้านบาท)	> 30	> 0

ตารางที่ 10 คุณสมบัติเชิงตัวเลขหรือปริมาณของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่ควรผ่อนปรนภายใต้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

5.2.3 เหตุผลสนับสนุนข้อเสนอแนะ

ผู้เขียนมีเหตุผลสนับสนุนข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหาสำหรับประเด็นปัญหาที่ 2 ดังต่อไปนี้

1) ตลาดหลักทรัพย์ควรมีดุลพินิจในการผ่อนปรนคุณสมบัติให้บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนที่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนที่ประสบ

ปัญหาทางธุรกิจจำเป็นต้องควรมองกิจการเพื่อความอยู่รอด⁴ ในขณะที่บริษัทนอกตลาดหลักทรัพย์ก็มีความจำเป็นในการเข้ามาระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อขยายธุรกิจ⁵

2) แนวคิดในการผ่อนปรนคุณสมบัติในการยื่นขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ ตลาดหลักทรัพย์ได้นำมาใช้แล้วในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงตามข้อ 26/1 ของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2544 และข้อ 24/1 ของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนใน “ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ” พ.ศ. 2546 และในการควบกิจการระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนตามข้อ 4 ของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การรับหลักทรัพย์ของบริษัทที่เกิดจากการควบบริษัทเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน พ.ศ. 2542 ซึ่งแนวคิดเกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงและโดยอ้อมควรเป็นไปในทิศทางเดียวกัน รวมถึงแนวคิดในการทำธุรกรรมระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนไม่ว่าจะเป็นการควบกิจการหรือรวมกิจการก็ควรเป็นไปในทิศทางเดียวกันด้วยเช่นกัน

5.3 ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับปัญหาที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นเครื่องมือในการสร้างราคาหุ้นเพื่อทำกำไรให้ตนเอง

5.3.1 วิเคราะห์แนวทางในการแก้ไขปัญหา

ประเด็นปัญหาที่ 3 บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นเครื่องมือในการสร้างราคาหุ้นเพื่อทำกำไรให้ตนเองได้ ทำให้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีภาพลักษณ์ที่ไม่ดีในสายตาของนักลงทุน และส่งผลให้บริษัทที่ดีไม่ต้องการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม

สำหรับประเด็นปัญหาที่ 3 ที่กล่าวถึงกรณีที่บริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นเครื่องมือในการสร้างราคาหุ้นเพื่อทำกำไรให้ตนเองได้นั้น ผู้เขียนเห็นว่าแนวทางการแก้ไขปัญหาดังกล่าว ควรสร้างข้อกำหนดให้ผู้ถือหุ้นใหม่ในบริษัทจดทะเบียนภายหลังการทำรายการไม่สามารถโอนขายหุ้นเพื่อทำกำไรได้ทันที ดังเช่นข้อกำหนดการห้ามโอนหุ้นเป็นระยะเวลา 1 ปีในประเทศเกาหลีใต้และประเทศสหรัฐอเมริกา โดยข้อกำหนดเดิมของประเทศไทยนั้นอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นใหม่ที่เข้ามาถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนสามารถขายหุ้นออกไปได้ 45% เนื่องจากข้อกำหนดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Silent Period) จะห้ามผู้ถือหุ้น

⁴ ข้อที่ 2.5.2.3 ของบทที่ 2

⁵ ข้อที่ 2.5.1.1 ของบทที่ 2

ใหม่ขายหุ้นจำนวน 55% ของทุนชำระแล้วภายใน 1 ปี แต่ทยอยขายได้ 25% ของหุ้นที่ ห้ามขายเมื่อครบ 6 เดือน

5.3.2 ข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหา

สำหรับประเด็นปัญหาที่ 3 ผู้เขียนมีข้อเสนอแนะเพื่อแก้ไขปัญหา คือ ควรเพิ่มเติมข้อกำหนดระยะเวลาห้ามขายหุ้น (Silent Period) เข้าไปในตอนท้ายของข้อ 22 (1) ของประกาศฯ การได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ เพื่อป้องกันไม่ให้ผู้ถือหุ้นใหม่ของบริษัทจดทะเบียนใช้การเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมเป็นเหตุการฉ้อโกงในการสร้างราคาหุ้น แล้วขายหุ้นที่ตนเองถืออยู่ออกไปเพื่อทำกำไร โดยข้อความที่แก้ไขแล้วเป็นดังนี้ (ดูข้อความที่ขีดเส้นใต้)

“ข้อ 22 ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยมีการได้มาซึ่งสินทรัพย์ตามข้อ 20 ให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินการดังต่อไปนี้

(1) ขออนุมัติการเข้าทำรายการต่อตลาดหลักทรัพย์ โดยยื่นคำขอให้พิจารณารับหลักทรัพย์ใหม่กับตลาดหลักทรัพย์ตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนโดยไม่ชักช้า ภายหลังจากได้รับอนุมัติเข้าทำรายการแล้ว ผู้ถือหุ้นใหม่ของบริษัทจดทะเบียนห้ามขายหุ้นที่ถืออยู่ภายในระยะเวลา 1 ปีนับแต่วันที่รับจดทะเบียน หรือนับแต่วันที่หุ้นของบริษัทจดทะเบียนเริ่มซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการทำรายการ โดยนับจากระยะเวลาที่ถึงภายหลัง

(2) ดำเนินการจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขออนุมัติในการตกลงเข้าทำรายการตามหลักเกณฑ์ตามหมวด 5 โดยไม่ชักช้า

(3) ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนจะดำเนินการจัดประชุมผู้ถือหุ้นก่อนทราบผลการพิจารณาคำขอให้รับหลักทรัพย์จากตลาดหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนจะต้องระบุในหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นโดยชัดเจนว่าบริษัทจดทะเบียนอยู่ระหว่างรอผลการพิจารณาของตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ ให้ส่งหนังสือดังกล่าวให้ตลาดหลักทรัพย์ทราบก่อนจัดส่งให้ผู้ถือหุ้นต่อไป”

5.3.3 เหตุผลสนับสนุนข้อเสนอแนะ

ผู้เขียนมีเหตุผลสนับสนุนข้อเสนอแนะในการแก้ไขปัญหาสำหรับประเด็นปัญหาที่ 3 ดังต่อไปนี้

1) แรงจูงใจในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน มีทั้งความต้องการชำระต้นทุนเพื่อขยายกิจการ⁶ และความต้องการชำระต้นทุนเพื่อหากำไรจากการสร้างราคาหุ้น⁷ เนื่องจากการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมใช้เวลาที่รวดเร็วและมีต้นทุนปกติทางธุรกรรมที่ต่ำกว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรง ทำให้การตั้งเป้าหมายในการสร้างราคาหุ้นให้สูงกว่าต้นทุนในการเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนแบบย้อนกลับโดยผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนสามารถทำได้ง่าย⁸ ซึ่งแตกต่างจากแรงจูงใจในการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงที่มักเกิดจากความต้องการชำระต้นทุนเพื่อขยายกิจการให้ยั่งยืนในระยะยาว เนื่องจากการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงใช้เวลานานและมีต้นทุนปกติทางธุรกรรมที่สูงกว่าการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม ดังนั้นเมื่อแรงจูงใจในการทำธุรกรรมแตกต่างกัน มาตรการที่กำหนดไว้สำหรับบริษัทที่เข้าจดทะเบียนโดยตรงและโดยอ้อมจึงไม่จำเป็นต้องเหมือนกันทุกประการ โดยเฉพาะข้อกำหนดระยะเวลาห้ามขายหุ้นของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยตรงและโดยอ้อมนั้น ควรปรับเปลี่ยนตามความเหมาะสมโดยพิจารณาจากแรงจูงใจในการเข้าจดทะเบียนของบริษัทนอกตลาด* ซึ่งจะเห็นได้ว่าบริษัทที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมมีแรงจูงใจที่จะชำระต้นทุนเพื่อหากำไรจากการสร้างราคาหุ้นมากกว่า ดังนั้นข้อกำหนดระยะเวลาห้ามขายหุ้นของการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อมจึงควรมีความเข้มงวดมากกว่า

2) การกำหนดระยะเวลาห้ามขายหุ้นที่ได้รับมาจากการเข้าทำรายการของผู้ถือหุ้นรายใหม่เป็นระยะเวลา 1 ปีนับแต่วันที่รับจดทะเบียน หรือนับแต่วันที่หุ้นของบริษัทจดทะเบียนเริ่มซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ภายหลังการทำรายการ แม้ว่าจะสร้างภาระให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่มากกว่าการเข้าจดทะเบียนโดยตรง แต่หากผู้ถือหุ้นรายใหม่นั้นมีแรงจูงใจที่ดี คือ ต้องการชำระต้นทุนเพื่อขยายกิจการ ไม่ได้ชำระต้นทุนเพื่อหากำไรจากการสร้างราคาหุ้น ข้อกำหนดดังกล่าวช่วยอ้อมไม่ถือว่าเป็นการสร้างภาระเกินสมควร เนื่องจากแรงจูงใจดังกล่าวช่วยสอดคล้องกับพฤติกรรมการถือหุ้นเก็บไว้เพื่อรอให้ราคาหุ้นสูงขึ้นภายหลังจากบริษัทมีผลกำไรจากการขยายกิจการ

⁶ ดูข้อที่ 2.5.1.1 ของบทที่ 2

⁷ ดูข้อที่ 2.5.1.2 ของบทที่ 2 และกรณีศึกษาในข้อที่ 4.2.7 ของบทที่ 4

⁸ กรณีศึกษาที่ 3 ในข้อที่ 3.7 ของบทที่ 3 และกรณีศึกษาที่ 2 ในข้อที่ 4.3.7 ของบทที่ 4

* ประเทศเกาหลีใต้ก็เพิ่มเติมข้อกำหนดในการโอนหุ้นไว้ในหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์เมื่อปี ค.ศ. 2010 และประเทศสหรัฐอเมริกาก็เพิ่มเติมข้อกำหนดในการโอนหุ้นไว้ในหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์เมื่อปี ค.ศ. 2008

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

- กรุงเทพธุรกิจ. ปี 54 “แบ็คคอร์ด” มาแรง ถึงเวลาปลดล็อกหุ้นกลุ่มฟื้นฟู [ออนไลน์]. 2554. แหล่งที่มา: http://www.bangkokbiznews.com/2011/01/11/news_32236137.php?news_id=32236137 [3 กรกฎาคม 2554]
- กิตติพงศ์ อรุณพัฒน์พงศ์. การควบรวมกิจการ โอกาสของธุรกิจไทย. กรุงเทพมหานคร: บริษัท เจเอสที พับลิชชิ่ง, 2549.
- คณะกรรมการพัฒนากฎหมาย สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา. รายงานการวิจัยเรื่องกฎหมายระเบียบต่างๆ และกฎหมายภาษีที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจดทะเบียน [ออนไลน์]. 2552. แหล่งที่มา: <http://www.lawreform.go.th> [15 พฤศจิกายน 2554]
- คณะกรรมการพัฒนาตลาดทุนไทย. แผนพัฒนาตลาดทุนไทย [ออนไลน์]. 2552. แหล่งที่มา: http://www.set.or.th/th/about/vision/files/CMP_Master.pdf [13 สิงหาคม 2554]
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. คู่มือเบื้องต้นการปรับโครงสร้างของบริษัทจดทะเบียน [ออนไลน์]. 2552. แหล่งที่มา: http://www.set.or.th/th/regulations/supervision/listed_download_p1.html [5 กรกฎาคม 2554]
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ตลท.แจ้งดำเนินการกับบริษัทที่เข้าข่ายต้องปรับปรุงฐานะการเงินและการดำเนินงาน NC ระยะที่ 1 หรือ NPG ระยะที่ 1 [ออนไลน์]. 2554. แหล่งที่มา: <http://www.set.or.th/set/newsdetails> [2 สิงหาคม 2554]
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ประโยชน์ในการเข้าจดทะเบียน [ออนไลน์]. 2553. แหล่งที่มา: http://www.set.or.th/th/products/listing/info_p1.html [2 กุมภาพันธ์ 2555]
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ศัพท์น่ารู้เพื่อผู้ลงทุน [ออนไลน์]. 2551. แหล่งที่มา: http://www.tsi-thailand.org/index.php?option=com_content&task=view&id=146&Itemid=1124 [8 กันยายน 2554]
- บีบีซีเน็ต. D1 เปิดแผนลงทุนใหม่ ลุยไอที-ฟุ้ง O3 โกยรายได้ [ออนไลน์]. 2552. แหล่งที่มา: <http://bbznet.pukpik.com/scripts2/view.php?user=khonthai2&board=1&id=38&c=1&order=numreply> [8 พฤศจิกายน 2554]
- ฝ่ายวิจัยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ภาวะตลาดหลักทรัพย์ [ออนไลน์]. 2554. แหล่งที่มา: http://www.set.or.th/setresearch/files/20110731_A_graph_SET_statistics.ppt [15 กรกฎาคม 2554]
- ศุภชัย ศรีสุชาติ. ตลาดหุ้นในประเทศไทย. กรุงเทพมหานคร: บุญศิริการพิมพ์, 2547.

หุ่นอินไซด์. EARTH พุ่งติดจรวด [ออนไลน์]. 2554. แหล่งที่มา: http://www.hooninside.com/index.php?option=com_content&view=article&id=48311:earth-&catid=73:2010-09-01-09-35-22 [12 กรกฎาคม 2554]

อัญญา ชันฉวีทรัพย์. การควบกิจการและการครอบงำกิจการ. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540.

ภาษาอังกฤษ

Asialaw, Korean Update: Backdoor Listings Restricted [Online]. 2011. Available from: <http://www.asialaw.com/Article/1989221/Channel/16478/Korean-Update-Backdoor-Listings-Restricted.html> [2012, January 17]

Charlton, J. RTOs vs. IPOs [Online]. 2009. Available from: <http://wenku.baidu.com/view/3aa1a86a7e21af45b307a8ec.html> [2012, February 8]

Choi, J. S. ,and Kwak Y. M. Account Fraud at the Neosemitech Corp: Two Faces of a Venture Company [Online]. 2009. Available from: http://www.kasbs.or.kr/re_sub/m501.asp?bunho=147&lan=eng [2012, January 21]

Feldman, D. Reverse Mergers + PIPEs: The New Small-Cap IPO. Bloomberg Press (2005): 34-44.

Feldman, D. Reverse Merger: Taking a company public without an IPO. New York: Bloomberg Press, 2006.

Jaques, M. S. Recent developments on reverse takeovers and backdoor listings in Hong Kong [Online]. 2010. Available from: <http://www.mallesons.com/publications/marketalerts/2010/recentdevelopmentsonreversetakeoversandbackdoorlistingsinhongkong/Pages/default.aspx> [2012, January 15]

Jong, K. P. ,and Sung-Soo, C. Plan to regulate the back-door listing [Online]. 2010. Available from: [http://www.kimchang.com/UserFiles/files/Newsletter_Autumn10\[0\].pdf](http://www.kimchang.com/UserFiles/files/Newsletter_Autumn10[0].pdf) [2012, February 22]

Kim, K. L. Backdoor Listing in Korea. Capital Market Opinion (October, 2010): 1-7.

Leifer, J. Raising the Bar Hong Kong's New Reverse Takeover Rule [Online]. 2004. Available from: <http://www.asialaw.com/Article/1972046/Search/Results/Raising-the-Bar-Hong-Kongs-New-Reverse-Takeover-Rule.html?Keywords=Chapter+11> [2011, November 14]

- Parnass, G. Can Merck-Schering's Deal Structure Avert a Change of Control [Online]. 2009. Available from: <http://www.privateequitylawreview.com/tags/reverse-merger> [2012, February 10]
- Sjostrom, W. The truth about reverse mergers. Entrepreneurial business law journal Vol.2.2 (2008): 750-751.
- Siddoway, D. Uses and abuses of 'Reverse Merger' transactions in the U.S. Northwest Securities Institute Journal (February, 2003): 6.3.1-6.3.2.
- U.S. Securities and Exchange Commissions, Surgilight Inc. v. Securities and Exchange Commissions [Online]. 2009. Available from: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/complr17469.htm> [2012, January 29]

ภาคผนวก

(บจ/ป 21-01)

ประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียน
ในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2547

อาศัยอำนาจตามความในข้อ 9 ของข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศและการปฏิบัติการใดๆ ของบริษัทจดทะเบียน ลงวันที่ 15 กันยายน 2538 คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยออกข้อกำหนดไว้ดังต่อไปนี้

- | | | |
|-------|--|-------------|
| ข้อ 1 | ประกาศนี้ให้ใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 15 พฤศจิกายน 2547 เป็นต้นไป | ผลบังคับใช้ |
| ข้อ 2 | ให้ยกเลิกประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ พ.ศ. 2544 ลงวันที่ 23 พฤษภาคม 2544 | บทยกเลิก |
| ข้อ 3 | <p>ในประกาศนี้</p> <p>“ตลาดหลักทรัพย์” หมายความว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย</p> <p>“สำนักงาน” หมายความว่า สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์</p> <p>“ประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต.” หมายความว่า ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการขึ้นและการยกเว้นการขึ้นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์</p> <p>“บริษัทจดทะเบียน” หมายความว่า บริษัทที่มีหุ้นสามัญจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์</p> <p>“บริษัทย่อย” หมายความว่า บริษัทย่อยตามประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต.</p> <p>“บริษัทร่วม” หมายความว่า บริษัทร่วมตามประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต.</p> <p>“สินทรัพย์” หมายความว่า สิ่งที่มีตัวตนหรือไม่มีตัวตนซึ่งบุคคลหรือกิจการเป็นเจ้าของและมีมูลค่าสามารถจำหน่ายจ่ายโอนได้</p> <p>“สินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิ” หมายความว่า สินทรัพย์รวมหักด้วยสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน เช่น ค่าความนิยม ค่าใช้จ่ายรอตัดบัญชี และหักด้วยหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย</p> <p>“หลักทรัพย์” หมายความว่า หุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น หรือหลักทรัพย์อื่นที่อาจแปลงสภาพแห่งสิทธิเป็นหุ้น</p> <p>“หลักทรัพย์จดทะเบียน” หมายความว่า หลักทรัพย์ที่ได้รับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์</p> | นิยาม |

“การตกลงเข้าทำรายการ” หมายความว่า การเข้าไปหรือตกลงใจเข้าทำสัญญา ทำความตกลงหรือทำความเข้าใจใด ๆ ไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมเพื่อก่อให้เกิดการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ หรือการก่อให้เกิดสิทธิหรือการสละสิทธิในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ หรือการได้มาหรือโอนไปซึ่งสิทธิในการครอบครองสินทรัพย์ในระยะยาว หรือการลงทุนหรือยกเลิกการลงทุน

“ส่วนได้เสีย” หมายความว่า การได้รับประโยชน์หรือเสียประโยชน์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการตกลงเข้าทำรายการของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อย

“ที่ปรึกษาทางการเงิน” หมายความว่า ที่ปรึกษาทางการเงินที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน

“งบการเงิน” หมายความว่า งบการเงินหรืองบการเงินรวม (ถ้ามี) ฉบับล่าสุดของบริษัทจดทะเบียน หรือของบริษัทที่บริษัทจดทะเบียนมีการตกลงเข้าทำรายการที่ผ่านการตรวจสอบหรือสอบทานจากผู้สอบบัญชี แล้วแต่กรณี

“ราคาตลาด” หมายความว่า ราคาปิดของหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกัน หรือราคาปิดของหลักทรัพย์ในวันที่มีการซื้อขายกันครั้งสุดท้ายในตลาดหลักทรัพย์

“ผู้มีอำนาจควบคุม” หมายความว่า ผู้มีอำนาจควบคุมตามประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ด.

“บุคคลที่เกี่ยวข้องกัน” หมายความว่า บุคคลที่เกี่ยวข้องกันตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในรายการที่เกี่ยวข้องกัน

หมวด 1

บททั่วไป

ข้อ 4 ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยมีการตกลงเข้าทำรายการ ให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงานและเปิดเผยการตกลงเข้าทำรายการตามระดับความสำคัญของรายการต่อตลาดหลักทรัพย์ ดังต่อไปนี้

- (1) รายการประเภทที่ 1 คือ รายการตามที่กำหนดตามข้อ 13
- (2) รายการประเภทที่ 2 คือ รายการตามที่กำหนดตามข้อ 16
- (3) รายการประเภทที่ 3 คือ รายการตามที่กำหนดตามข้อ 18
- (4) รายการประเภทที่ 4 คือ รายการตามที่กำหนดตามข้อ 20

ประเภทของ
รายการ

ข้อ 5 ในกรณีที่มีบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยมีการตกลงเข้าทำรายการตามข้อ 4 บริษัทจดทะเบียนต้องถือปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายและข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องทุกประการด้วย

การปฏิบัติตามกฎหมาย
และข้อกำหนดของตลาด
หลักทรัพย์

*ข้อ 6 -

(*ยกเลิกความในข้อ 6 โดยประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียน ในการ ได้มาหรือจำหน่าย ไปซึ่งสินทรัพย์ (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2552 ลงวันที่ 25 กุมภาพันธ์ 2552 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 25 กุมภาพันธ์ 2552 เป็นต้นไป)

หมวด 2

การคำนวณมูลค่าของรายการ

ข้อ 7 ให้บริษัทจดทะเบียนพิจารณามูลค่าของรายการ โดยใช้มูลค่าสูงสุดที่คำนวณได้จากหลักเกณฑ์ใดหลักเกณฑ์หนึ่งดังต่อไปนี้

การพิจารณามูลค่า
ของรายการ

(1) มูลค่าของสินทรัพย์ที่ได้มาหรือจำหน่ายไป เปรียบเทียบกับมูลค่าของสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทย่อยรวมกัน แล้วแต่กรณี

(2) ถ้าไรสุทธิจากการดำเนินงานปกติหลังหักภาษีเท่าที่เกิดจากสินทรัพย์ที่ได้มาหรือจำหน่ายไป เปรียบเทียบกับกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนหรือของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทย่อยรวมกัน แล้วแต่กรณี

(3) มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทนที่ชำระให้หรือได้รับ เปรียบเทียบกับมูลค่าของสินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนหรือของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทย่อยรวมกัน แล้วแต่กรณี

(4) มูลค่าของหลักทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยออกให้เพื่อเป็นสิ่งตอบแทนการได้สินทรัพย์มา เปรียบเทียบกับมูลค่าของหลักทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยได้ออกจำหน่ายแล้ว

ข้อ 8 การประเมินมูลค่าของสินทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยได้มาหรือจำหน่ายไปตามข้อ 7 ให้บริษัทจดทะเบียนใช้หลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้

การประเมิน
มูลค่าของ
รายการ

(1) ในกรณีสินทรัพย์ที่ได้มาหรือจำหน่ายไปเป็นหลักทรัพย์ ให้ประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ตามมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิของบริษัทผู้ออก

หลักทรัพย์นั้น ทั้งนี้ ตามสัดส่วนที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งหลักทรัพย์นั้น

(2) ในกรณีสินทรัพย์ที่ได้มาหรือจำหน่ายไปเป็นสินทรัพย์อื่น นอกจากหลักทรัพย์ ให้ประเมินมูลค่าของสินทรัพย์นั้นตามมูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน

ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยเป็นผู้จำหน่ายสินทรัพย์ ให้ประเมินมูลค่าของสินทรัพย์ที่จำหน่ายตามมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์นั้น หากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์นั้นสูงกว่ามูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน

(3) ในกรณีสิ่งตอบแทนเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน ให้ใช้มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์จดทะเบียนนั้น หรือใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ที่มีตัวตนสุทธิตามสัดส่วนที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยเข้าซื้อหรือจำหน่ายไปซึ่งหลักทรัพย์นั้น แล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่า

ข้อ 9 ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยจำหน่ายไปซึ่งเงินลงทุนในบริษัทอื่น ซึ่งเป็นผลให้บริษัทอื่นนั้นสิ้นสภาพในการเป็นบริษัทย่อยหรือบริษัทร่วมของบริษัทจดทะเบียนหรือของบริษัทย่อยนั้น ให้บริษัทจดทะเบียนประเมินมูลค่าของรายการดังกล่าวโดยรวมจำนวนมูลค่าเงินให้กู้ยืม มูลค่าภาระค้ำประกันหรือภาระอื่น ๆ ที่บริษัทดังกล่าวยังคงค้างต่อบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยด้วย

การประเมินมูลค่าของรายการกรณีจำหน่ายไปซึ่งเงินลงทุนในบริษัทอื่น

ข้อ 10 การประเมินมูลค่าของสินทรัพย์ตามข้อ 8 และข้อ 9 เพื่อเปรียบเทียบมูลค่าของรายการ ให้บริษัทจดทะเบียนใช้ตัวเลขตามงบการเงิน โดยปรับปรุงตัวเลขด้วยรายการที่เกิดขึ้นหลังวันที่ระบุในงบการเงินจนถึงวันที่ตกลงเข้าทำรายการนั้น

วิธีการประเมินมูลค่าของสินทรัพย์

ข้อ 11 ตลาดหลักทรัพย์อาจเปลี่ยนแปลงมูลค่ารายการ โดยตลาดหลักทรัพย์อาจนับหรือไม่นับมูลค่าของรายการบางรายการตามงบการเงินเป็นมูลค่าที่ใช้ในการเปรียบเทียบได้ ในกรณีใดกรณีหนึ่งดังต่อไปนี้

การเปลี่ยนแปลงมูลค่ารายการ

(1) บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยมีสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนมีจำนวนเป็นนัยสำคัญ

(2) งบการเงินที่ใช้พิจารณามูลค่าของรายการมิได้แสดงมูลค่าที่แท้จริงของธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยเนื่องจากลักษณะพิเศษของธุรกิจนั้น

(3) ผู้สอบบัญชีของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยไม่แสดงความเห็นหรือแสดงความเห็นอย่างมีเงื่อนไขต่องบการเงิน

ข้อ 12 ตลาดหลักทรัพย์อาจพิจารณานับรวมรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์หลายรายการเป็นรายการเดียวกันเพื่อเปรียบเทียบมูลค่าของรายการตามข้อ 4 หากปรากฏว่ารายการดังกล่าวทำขึ้น โดยมีเจตนาแยกเป็นหลายรายการเพื่อเลี่ยงการปฏิบัติหน้าที่ใดๆ ตามประกาศนี้

การนับรวมรายการ

การพิจารณานับรวมรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ตามวรรคหนึ่งให้รวมถึงรายการดังต่อไปนี้

(1) รายการที่เกิดขึ้นในระหว่าง 6 เดือนก่อนวันที่มีการตกลงเข้าทำรายการ ทั้งนี้ ยกเว้นเป็นรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นแล้ว

(2) รายการที่เกี่ยวข้องกันกับการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการหรือการรวมกิจการ หรือเป็นผลที่ตามมาของการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการหรือการรวมกิจการ

หมวด 3

วิธีการดำเนินการเมื่อมีรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์

ส่วนที่ 1

รายการประเภทที่ 1

ข้อ 13 รายการประเภทที่ 1 คือ การตกลงเข้าทำรายการระหว่างบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยกับบุคคลที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ซึ่งเมื่อคำนวณตามเกณฑ์ที่กำหนดตามข้อ 7 แล้ว รายการดังกล่าวมีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 50 หรือสูงกว่า แต่ต่ำกว่าร้อยละ 100 หรือการตกลงเข้าทำรายการระหว่างบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยกับบริษัทจดทะเบียนอื่นหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนอื่น ซึ่งเมื่อคำนวณตามเกณฑ์ที่กำหนดตามข้อ 7 แล้ว รายการดังกล่าวมีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 50 หรือสูงกว่า

รายการประเภทที่ 1

เมื่อมีการตกลงเข้าทำรายการตามวรรคหนึ่ง ให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงานและเปิดเผยรายการต่อตลาดหลักทรัพย์ทันทีโดยมีสารสนเทศอย่างน้อยตามบัญชี (1) ท้ายประกาศ

และจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขออนุมัติในการตกลงเข้าทำรายการตามหลักเกณฑ์ตามหมวด 5 โดยไม่ชักช้า

ข้อ 14 ในกรณีที่การเปรียบเทียบตามเกณฑ์ข้อ 7 (1) (3) และ (4) มีมูลค่าต่ำกว่าร้อยละ 50 ตลาดหลักทรัพย์อาจยกเว้นการเปรียบเทียบตามเกณฑ์ข้อ 7 (2) ก็ได้ หากบริษัทจดทะเบียนสามารถพิสูจน์ได้ว่าการเปรียบเทียบถูกระทบด้วยปัจจัยพิเศษซึ่งหากไม่มีปัจจัยดังกล่าวแล้วการเปรียบเทียบตามเกณฑ์ข้อ 7 (2) จะมีมูลค่าต่ำกว่าร้อยละ 50

การยกเว้นการ
เปรียบเทียบตาม
เกณฑ์ข้อ 7 (2)

ข้อ 15 ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยมีการตกลงเข้าทำรายการตามข้อ 13 และรายการดังกล่าวมีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 50 หรือสูงกว่า แต่ต่ำกว่าร้อยละ 75 บริษัทจดทะเบียนอาจขออนุมัติการตกลงเข้าทำรายการจากผู้ถือหุ้นเป็นหนังสือแทนการเรียกประชุมผู้ถือหุ้นก็ได้ โดยต้องมีคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสีย ทั้งนี้ ให้ระบุชื่อและจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ไม่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนไว้ในหนังสือขออนุมัติการตกลงเข้าทำรายการด้วย

การขออนุมัติการ
ตกลงเข้าทำรายการ
เป็นหนังสือ

ส่วนที่ 2

รายการประเภทที่ 2

ข้อ 16 รายการประเภทที่ 2 คือ การตกลงเข้าทำรายการระหว่างบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยกับบริษัทจดทะเบียนอื่นหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนอื่น หรือบุคคลที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ซึ่งเมื่อคำนวณตามเกณฑ์ที่กำหนดตามข้อ 7 แล้ว รายการดังกล่าวมีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 15 หรือสูงกว่า แต่ต่ำกว่าร้อยละ 50

รายการประเภทที่ 2

เมื่อมีการตกลงเข้าทำรายการตามวรรคหนึ่ง ให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงานและเปิดเผยรายการต่อตลาดหลักทรัพย์ทันทีโดยมีสารสนเทศอย่างน้อยตามบัญชี (1) ท้ายประกาศ

ข้อ 17 บริษัทจดทะเบียนต้องจัดส่งหนังสือแจ้งผู้ถือหุ้นภายใน 21 วันนับแต่วันที่เปิดเผยรายการต่อตลาดหลักทรัพย์ โดยหนังสือแจ้งผู้ถือหุ้นต้องมีสารสนเทศอย่างน้อยตามบัญชี (2) 1, 2, 3, 5 (3), 7 และ 8 ท้ายประกาศ

การส่งหนังสือ
แจ้งผู้ถือหุ้น

ส่วนที่ 3

รายการประเภทที่ 3

ข้อ 18 รายการประเภทที่ 3 คือ การที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยได้มาซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนอื่นหรือบริษัทย่อยของบริษัทจดทะเบียนอื่น หรือบุคคลที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน ซึ่งเมื่อคำนวณตามเกณฑ์ที่กำหนดตามข้อ 7 แล้ว รายการดังกล่าวมีมูลค่าต่ำกว่าร้อยละ 15 และมีการออกหลักทรัพย์เพื่อเป็นการตอบแทนการได้มาซึ่งสินทรัพย์นั้น โดยบริษัทจดทะเบียนจะยื่นขอให้รับหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนต่อไป

รายการประเภทที่ 3

ข้อ 19 เมื่อบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยมีการตกลงเข้าทำรายการประเภทที่ 3 ให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงานและเปิดเผยรายการดังกล่าวต่อตลาดหลักทรัพย์ทันที โดยมีสารสนเทศอย่างน้อยดังต่อไปนี้

สารสนเทศที่ต้องเปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์

- (1) วัน เดือน ปี ที่เกิดรายการและคู่กรณีที่เกี่ยวข้อง
- (2) จำนวนเงินและรายละเอียดของหลักทรัพย์ที่ออกเพื่อเป็นการตอบแทนการได้มาซึ่งสินทรัพย์
- (3) รายละเอียดของสินทรัพย์ที่ได้มา
- (4) ให้ระบุรายละเอียดเกี่ยวกับ
 - (ก) มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน โดยอธิบายถึงราคาที่เป็นธรรมและความเหมาะสมผลของมูลค่าสินทรัพย์หรือสิ่งตอบแทนดังกล่าว รวมทั้งเงื่อนไขการชำระเงิน (ถ้ามี) หรือ
 - (ข) มูลค่าของสินทรัพย์ที่ได้มา
- (5) ถ้าบอกล่าว่ารายงานที่เปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์นั้นจัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อแสดงสารสนเทศเท่านั้น ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ในการเชิญชวนหรือเป็นคำเสนอเพื่อให้มีการได้มาหรือจองซื้อหลักทรัพย์
- (6) ถ้าบอกล่าว่าบริษัทจะยื่นขอให้รับหลักทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนออกให้เพื่อเป็นการตอบแทนการได้มาซึ่งสินทรัพย์ต่อตลาดหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนต่อไป

ส่วนที่ 4

รายการประเภทที่ 4

รายการประเภทที่ 4

ข้อ 20 รายการประเภทที่ 4 หรือการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์โดยอ้อม คือ การที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยได้มาซึ่งสินทรัพย์ทั้งหมดหรือเกือบทั้งหมดของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนและมีลักษณะอย่างใดอย่างหนึ่งดังต่อไปนี้

(1) เมื่อคำนวณตามเกณฑ์ที่กำหนดตามข้อ 7 แล้ว มีมูลค่าเท่ากับร้อยละ 100 หรือสูงกว่า

(2) การได้มาซึ่งสินทรัพย์เป็นผลให้มีการโอนอำนาจการควบคุมจากผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียนหรือไปยังเจ้าของเดิมของสินทรัพย์นั้น

(3) การได้มาซึ่งสินทรัพย์เป็นผลมาจากการรวมกิจการเข้าด้วยกัน และมีผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนถือหุ้นต่ำกว่าร้อยละ 50 ของทุนชำระแล้วของบริษัทที่เป็นผลจากการรวมเข้าด้วยกัน หรือเป็นผลให้มีการโอนอำนาจการควบคุมจากผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียนไปยังผู้มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่มีใช้บริษัทจดทะเบียน

เมื่อมีการได้มาซึ่งสินทรัพย์ตามวรรคหนึ่ง ให้บริษัทจดทะเบียนจัดทำรายงานและเปิดเผยการได้มาซึ่งสินทรัพย์ต่อตลาดหลักทรัพย์ทันที โดยมีสารสนเทศอย่างน้อยตามบัญชี (1) ท้ายประกาศ

ข้อ 21 ตลาดหลักทรัพย์อาจพิจารณานับรวมรายการต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในระหว่าง 12 เดือน ก่อนวันที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยมีการได้มาซึ่งสินทรัพย์เป็นรายการเดียวกัน เพื่อเปรียบเทียบมูลค่าของรายการได้

การนับรวมรายการ

ข้อ 22 ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยมีการได้มาซึ่งสินทรัพย์ตามข้อ 20 ให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินการดังต่อไปนี้

การดำเนินการของบริษัทเมื่อมีการเข้าจดทะเบียนโดยอ้อม

(1) ขออนุมัติการเข้าทำรายการต่อตลาดหลักทรัพย์ โดยยื่นคำขอให้พิจารณารับหลักทรัพย์ใหม่กับตลาดหลักทรัพย์ตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบริวารสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน โดยไม่ชักช้า

(2) ดำเนินการจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขออนุมัติในการตกลงเข้าทำรายการตามหลักเกณฑ์ตามหมวด 5 โดยไม่ชักช้า

(3) ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนจะดำเนินการจัดประชุมผู้ถือหุ้นก่อนทราบผลการพิจารณาคำขอให้รับหลักทรัพย์จากตลาดหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนจะต้องระบุในหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นโดยชัดเจนว่าบริษัทจดทะเบียนอยู่ระหว่างรอผลการพิจารณาของตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ ให้ส่งหนังสือดังกล่าวให้ตลาดหลักทรัพย์ทราบก่อนจัดส่งให้ผู้ถือหุ้นต่อไป

ข้อ 23 ตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาคำขออนุมัติการเข้าทำรายการเสมือนหนึ่งการพิจารณาคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่ทุกประการ ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์อาจเรียกให้บริษัทจดทะเบียนส่งเอกสารหลักฐานเพื่อประกอบการพิจารณาภายในระยะเวลาที่กำหนด พร้อมทั้งชำระค่าธรรมเนียมและลงนามในข้อตกลงการเข้าจดทะเบียนใหม่กับตลาดหลักทรัพย์ด้วย

การพิจารณาคำขอ
ให้รับหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาคำขอให้รับหลักทรัพย์ให้แล้วเสร็จภายใน 30 วันนับแต่วันที่ตลาดหลักทรัพย์ได้รับเอกสารหลักฐานที่ถูกต้องครบถ้วนจากบริษัทจดทะเบียนแล้ว

ข้อ 24 ในกรณีที่รายการประเภทที่ 4 เข้าหลักเกณฑ์ดังต่อไปนี้ทุกข้อ ตลาดหลักทรัพย์อาจไม่ถือว่าเป็นกรณีที่ต้องยื่นคำขอให้พิจารณาให้รับหลักทรัพย์ใหม่ ได้แก่

ข้อยกเว้นการยื่น
คำขอให้รับหลัก
ทรัพย์ใหม่

(1) ธุรกิจที่ได้มามีขนาดใหญ่กว่าขนาดของบริษัทจดทะเบียนไม่เกินร้อยละ 120

(2) ธุรกิจที่ได้มามีลักษณะของธุรกิจที่คล้ายคลึงหรือเสริมกันและกันกับธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน

(3) บริษัทจดทะเบียนไม่มีนโยบายจะเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในธุรกิจหลักของบริษัท

(4) กลุ่มบริษัทจดทะเบียนอันเป็นผลจากการได้มาซึ่งสินทรัพย์มีคุณสมบัติเหมาะสมที่จะจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์

(5) ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญในคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนและในอำนาจการควบคุมบริษัทหรือผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมของบริษัทจดทะเบียน

ข้อ 25 ให้บริษัทจดทะเบียนที่เข้าข้อยกเว้นตามข้อ 24 จัดทำรายงานและเปิดเผยการได้มาซึ่งสินทรัพย์ต่อตลาดหลักทรัพย์ทันที โดยมีสารสนเทศอย่างน้อยตามบัญชี (1) ท้ายประกาศ และดำเนินการจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขออนุมัติการตกลงเข้าทำรายการตามหลักเกณฑ์ตามหมวด 5 โดยไม่ชักช้า

การดำเนินการของ
บริษัทที่เข้าข้อยกเว้น

หมวด 4

หลักเกณฑ์ และวิธีดำเนินการเมื่อบริษัทจดทะเบียน
มีสินทรัพย์ทั้งหมดหรือเกือบทั้งหมดในรูปของเงินสด

ข้อ 26 ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนและ/หรือบริษัทย่อยจำหน่ายสินทรัพย์ที่ใช้ในการประกอบธุรกิจตามปกติของตนไปทั้งหมดหรือเกือบทั้งหมดเป็นผลให้บริษัทจดทะเบียนและ/หรือบริษัทย่อยมีสินทรัพย์ทั้งหมดหรือเกือบทั้งหมดในรูปของเงินสดหรือหลักทรัพย์ระยะสั้นและบริษัทจดทะเบียนและ/หรือบริษัทย่อยได้หยุดการประกอบธุรกิจปกติของตน ตลาดหลักทรัพย์ถือว่าบริษัทจดทะเบียนนั้นไม่เหมาะสมเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต่อไป

กรณีที่ตลาดหลักทรัพย์พิจารณาว่าบริษัทไม่เหมาะสมเป็นบริษัทจดทะเบียนต่อไป

เมื่อเกิดกรณีตามวรรคหนึ่งให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินการตามหลักเกณฑ์ตามหมวด 3 ส่วนที่ 1 และจัดส่งรายงานแสดงฐานะการเงินหลังจากที่มีการจำหน่ายสินทรัพย์ทั้งหมดหรือเกือบทั้งหมดแล้วของบริษัทจดทะเบียนและ/หรือบริษัทย่อยซึ่งผ่านการสอบทานจากผู้สอบบัญชีแล้วต่อตลาดหลักทรัพย์ภายใน 30 วัน นับแต่วันที่มีการจำหน่ายสินทรัพย์นั้น ทั้งนี้ ในกรณีที่มีความจำเป็นตลาดหลักทรัพย์อาจขยายระยะเวลาดังกล่าวได้

ในระหว่างระยะเวลาที่กำหนดในวรรคสอง ตลาดหลักทรัพย์อาจสั่งห้ามซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราวจนกว่าบริษัทจดทะเบียนจะรายงานสารสนเทศตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดโดยครบถ้วนชัดเจน

ข้อ 27 ให้บริษัทจดทะเบียนตามข้อ 26 ดำเนินการให้มีธุรกิจที่มีคุณสมบัติที่จะจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ภายใน 9 เดือนนับแต่วันที่ตลาดหลักทรัพย์ได้รับรายงานที่ถูกต้องครบถ้วนจากบริษัทจดทะเบียนแล้ว

การดำเนินการให้มีคุณสมบัติที่จะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

เมื่อบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยมีธุรกิจที่มีคุณสมบัติที่จะจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แล้ว ให้บริษัทจดทะเบียนยื่นคำขอให้พิจารณารับหลักทรัพย์ใหม่กับตลาดหลักทรัพย์ตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการรับหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

ข้อ 28 ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนไม่สามารถดำเนินการให้มีธุรกิจที่มีคุณสมบัติที่จะจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ภายในกำหนดระยะเวลาตามข้อ 27 คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์อาจสั่งเพิกถอนหลักทรัพย์ดังกล่าวจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนก็ได้

การเพิกถอนหลักทรัพย์ของบริษัทที่ไม่ดำเนินการตามข้อ 27

ข้อ 29 ให้นำความตามข้อ 23 ข้อ 24 และข้อ 25 มาใช้บังคับกับการพิจารณาคำขอให้รับหลักทรัพย์ตามหมวดนี้โดยอนุโลม

การพิจารณาคำ
ขอให้รับหลักทรัพย์

หมวด 5

การขออนุมัติที่ประชุมผู้ถือหุ้น

ข้อ 30 ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยมีการตกลงเข้าทำรายการที่ต้องขออนุมัติที่ประชุมผู้ถือหุ้น ให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินการให้มีที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ แสดงความเห็นเกี่ยวกับรายการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ในเรื่องดังต่อไปนี้ต่อคณะกรรมการ และส่งความเห็นดังกล่าวให้ตลาดหลักทรัพย์และผู้ถือหุ้นทราบด้วย

การจัดทำ
ความเห็นของที่ปรึกษา
ทางการเงินอิสระ

- (1) ความสมเหตุสมผลและประโยชน์ของรายการต่อบริษัทจดทะเบียน
- (2) ความเป็นธรรมของราคา และเงื่อนไขของรายการ
- (3) ผู้ถือหุ้นควรลงมติเห็นด้วยหรือไม่เห็นด้วยกับรายการ พร้อมระบุเหตุผลประกอบ

(4) ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินเกี่ยวกับความเพียงพอของเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียน ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยตกลงเข้าทำรายการตามรายการประเภทที่ 4

ทั้งนี้ ความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต้องจัดทำเป็นหนังสือแยกต่างหากจากสารสนเทศอื่นที่บริษัทจดทะเบียนจัดทำขึ้น โดยระบุเหตุผลข้อสมมุติฐานที่สำคัญและปัจจัยที่นำมาประกอบการพิจารณาในการแสดงความคิดเห็นนั้น

ข้อ 31 ให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินการจัดส่งหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นแก่ผู้ถือหุ้นเป็นการล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 14 วัน ก่อนวันประชุมผู้ถือหุ้น โดยหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นต้องมีสารสนเทศอย่างน้อยตามบัญชี (2) ท้ายประกาศ ทั้งนี้ ให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินการจัดส่งหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นแก่ตลาดหลักทรัพย์เพื่อพิจารณาความเพียงพอของสารสนเทศ ตามหลักเกณฑ์ใดหลักเกณฑ์หนึ่งดังต่อไปนี้

การส่งหนังสือ
นัดประชุมแก่
ผู้ถือหุ้น

(1) จัดส่งหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นแก่ตลาดหลักทรัพย์ก่อนส่งให้ผู้ถือหุ้นอย่างน้อย 5 วันทำการ ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์อาจกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยสารสนเทศเพิ่มเติมได้ตามความจำเป็นและสมควร

บริษัทจดทะเบียนจัดส่งหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นแก่ผู้ถือหุ้นได้ เมื่อพ้นกำหนดเวลา 5 วันทำการ นับจากวันที่ตลาดหลักทรัพย์ได้รับสำเนาหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นครบถ้วนแล้ว และตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้แจ้งให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยสารสนเทศเพิ่มเติม หรือ

(2) จัดส่งหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นแก่ตลาดหลักทรัพย์พร้อมกับส่งให้ผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาความเพียงพอของสารสนเทศภายใน 5 วันทำการ นับจากวันที่ตลาดหลักทรัพย์ได้รับสำเนาหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นครบถ้วนแล้วและอาจดำเนินการใด ๆ รวมถึงกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยสารสนเทศเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับสารสนเทศเพิ่มเติมตามความจำเป็นและสมควร

ให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยหลักเกณฑ์การจัดส่งหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นตามวรรคหนึ่งต่อตลาดหลักทรัพย์ในคราวเดียวกับการเปิดเผยสารสนเทศเมื่อคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนมีมติกำหนดวันประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน

ข้อ 32 บริษัทจดทะเบียนต้องจัดส่งสำเนาหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นแก่ตลาดหลักทรัพย์จำนวน 2 ชุด และแก่สำนักงานจำนวน 1 ชุดในคราวเดียวกับส่งให้ตลาดหลักทรัพย์

การส่งหนังสือ
นัดประชุมแก่
ตลาดหลักทรัพย์

ข้อ 33 ตลาดหลักทรัพย์อาจกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนจัดให้มีบุคคลซึ่งทำหน้าที่กำกับดูแลการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อให้บริษัทจดทะเบียนมีการดำเนินการที่ถูกต้องตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ กฎหมายว่าด้วยบริษัทมหาชนจำกัด ข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ หรือกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจของบริษัท ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการประชุมผู้ถือหุ้น

การกำหนดให้บริษัท
จดทะเบียนจัดให้มี
บุคคลซึ่งทำหน้าที่
กำกับดูแลการประชุม
ผู้ถือหุ้นให้ดำเนินการ
ถูกต้องตามกฎหมาย

บุคคลตามวรรคหนึ่งหมายถึงบุคคลดังต่อไปนี้

- (1) ผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน
- (2) ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ หรือ
- (3) บุคคลตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดโดยอ้างอิงรายชื่อบุคคลที่

ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน

ข้อ 34 ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนมีการตกลงเข้าทำรายการที่ต้องขอ
อนุมัติที่ประชุมผู้ถือหุ้น ให้บริษัทจดทะเบียนดำเนินการจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขออนุมัติ
ในการตกลงเข้าทำรายการ โดยไม่ชักช้าและต้องมีคะแนนเสียงไม่ต่ำกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียง
ทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน โดยไม่นับส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วน
ได้เสีย ทั้งนี้ ให้ระบุชื่อและจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ไม่มีสิทธิออกเสียงลงคะแนนไว้ในหนังสือนัด
ประชุมผู้ถือหุ้นด้วย

มติที่ประชุม
ผู้ถือหุ้น

หมวด 6

บทกำหนดโทษ

ข้อ 35 ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนฝ่าฝืนหรือละเลยไม่จัดทำรายงานหรือเปิดเผย
รายการตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด หรือในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนมีการตกลงเข้าทำรายการที่
ต้องยื่นคำขอให้รับหลักทรัพย์ใหม่โดยได้มีการตกลงเข้าทำรายการก่อนที่ตลาดหลักทรัพย์พิจารณา
คำขอให้รับหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนแล้วเสร็จ ตลาดหลักทรัพย์อาจดำเนินการดังต่อไปนี้

บทกำหนดโทษ

(1) สั่งห้ามซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนใน
ตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์อาจสั่งห้ามซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราวจนกว่าบริษัทจดทะเบียนจะรายงานสารสนเทศตามที่
ตลาดหลักทรัพย์กำหนด โดยครบถ้วนชัดเจน

(2) ไม่รับหลักทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนออกให้บริษัทอื่นที่มีใช้บริษัท
จดทะเบียนหรือออกให้แก่บริษัทจดทะเบียนเนื่องจากการที่บริษัทจดทะเบียนมีการตกลงเข้าทำ
รายการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

(3) เพิกถอนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนจากการเป็นหลักทรัพย์
จดทะเบียน

หมวด 7

บทเฉพาะกาล

*ข้อ 36 -

(ยกเลิกความในข้อ 36 โดยประกาศคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2552 ลงวันที่ 25 กุมภาพันธ์ 2552 มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 25 กุมภาพันธ์ 2552 เป็นต้นไป)

ข้อ 37 ให้ข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยหลักเกณฑ์ วิธีการ และการเปิดเผยเกี่ยวกับการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน และข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่มีผลใช้บังคับก่อนวันที่ประกาศนี้ใช้บังคับ ยังคงใช้บังคับต่อไปกับบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยสำหรับการตกลงเข้าทำรายการที่มีขึ้นก่อนวันที่ประกาศนี้มีผลใช้บังคับ

ข้อกำหนดที่ใช้
บังคับก่อน
ประกาศนี้

ประกาศ ณ วันที่ 29 ตุลาคม 2547

ลงนาม(วิจิตร สุพินิจ)

(นายวิจิตร สุพินิจ)

ประธานกรรมการ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เหตุผลในการประกาศใช้ : โดยที่ตลาดหลักทรัพย์เห็นว่าการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน โดยเฉพาะสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่หรือมีมูลค่าสูง มีผลกระทบต่อฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ดังนั้น เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนมีกระบวนการพิจารณาการตกลงเข้าทำรายการในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ที่เหมาะสม มีการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอ และเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทได้มีส่วนร่วมในการตัดสินใจทางธุรกิจที่สำคัญ จึงสมควรกำหนดหลักเกณฑ์ วิธีการ และการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์ให้บริษัทจดทะเบียนได้ถือปฏิบัติ

บัญชี (1) สารสนเทศในรายงานที่บริษัทจดทะเบียนเสนอต่อตลาดหลักทรัพย์

1. วัน เดือน ปี ที่เกิดรายการ
2. คู่กรณีที่เกี่ยวข้อง ความสัมพันธ์กับบริษัทจดทะเบียน (ยกเว้นคู่กรณีอีกฝ่ายหนึ่งเป็นบุคคลที่ 3 ที่ไม่มีความสัมพันธ์ใด ๆ กับบริษัทจดทะเบียนซึ่งไม่ประสงค์จะเปิดเผยชื่อและตลาดหลักทรัพย์พิจารณาแล้วเห็นว่าการระบุนามคู่กรณีดังกล่าวไม่มีความสำคัญกับรายการที่เกิดขึ้น)
3. ลักษณะโดยทั่วไปของรายการ ให้ระบุถึงประเภทและขนาดของรายการตามข้อ 4 และข้อ 7 ตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ว่าด้วยการเปิดเผยข้อมูลและการปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนในการได้มาหรือจำหน่ายไปซึ่งสินทรัพย์
4. รายละเอียดของสินทรัพย์ที่ซื้อหรือจำหน่าย พร้อมคำอธิบายเกี่ยวกับธุรกิจที่จะทำต่อไป
(รายละเอียดของสินทรัพย์ที่ซื้อหรือจำหน่าย หมายถึง ลักษณะและสภาพการใช้งานรวมถึงภาระผูกพันในสินทรัพย์นั้น ในกรณีที่สินทรัพย์ให้คำอธิบายถึงลักษณะโดยทั่วไปของกิจการทุนจดทะเบียน ทูที่เรียกชำระแล้ว คณะกรรมการ บุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบริษัทจดทะเบียน และส่วนการถือหุ้นของบุคคลดังกล่าว)
5. มูลค่ารวมของสิ่งตอบแทน โดยอธิบายด้วยว่าจะชำระอย่างไร รวมทั้งเงื่อนไขของข้อตกลงต่าง ๆ เกี่ยวกับการจ่ายเงินหรือการชำระเป็นงวด ๆ
6. มูลค่าของสินทรัพย์ที่ซื้อหรือจำหน่ายไป
7. เกณฑ์ที่ใช้ในการกำหนดมูลค่าสิ่งตอบแทน
8. ในกรณีที่จำเป็น ให้แสดงจำนวนกำไรสุทธิหลังภาษีและหลังรายการพิเศษที่เป็นส่วนของสินทรัพย์ที่ซื้อหรือจำหน่ายไปสำหรับ 2 ปีการเงินก่อนเกิดรายการ
9. ผลประโยชน์ที่คาดว่าจะเกิดกับบริษัทจดทะเบียนจากผลของรายการนั้น
10. กรณีที่เป็นการเข้าซื้อสินทรัพย์ ให้ระบุแหล่งเงินทุนที่ใช้ ถ้าเป็นการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน ให้ระบุเงื่อนไขที่ผลกระทบต่อสิทธิของผู้ถือหุ้นด้วย เช่น ข้อจำกัดการจ่ายเงินปันผล
11. กรณีที่เป็นการจำหน่ายสินทรัพย์ ให้ระบุแผนการใช้เงินที่ได้รับจากการขาย
12. กรณีที่เป็นการออกหลักทรัพย์เพื่อชำระค่าซื้อสินทรัพย์ ให้ระบุประเภทและรายละเอียดของหลักทรัพย์ที่บริษัทจดทะเบียนได้ออกไป จำนวนและราคาหลักทรัพย์ที่ออกเป็นการตอบแทน
13. ให้ระบุโดยชัดแจ้งในกรณีที่การทำรายการต้องดำเนินการภายใต้เงื่อนไขต้องได้รับความเห็นชอบจากตลาดหลักทรัพย์ และ/หรือต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น แล้วแต่กรณี
14. กรณีที่กิจการที่บริษัทจดทะเบียนไปลงทุนมีบุคคลที่เกี่ยวข้องกันของบริษัทจดทะเบียนถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการนั้น และธุรกิจของกิจการดังกล่าวเกี่ยวข้องกับธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน ให้อธิบายถึงเหตุผลที่บริษัทจดทะเบียนไม่เป็นผู้ถือหุ้นทั้งจำนวนของกิจการแทนบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน และให้ระบุนมาตรการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตด้วย
15. ความเห็นของคณะกรรมการบริษัทเกี่ยวกับการตกลงเข้าทำรายการ
16. ความเห็นของคณะกรรมการตรวจสอบและ/หรือกรรมการของบริษัทที่แตกต่างจากความเห็นของคณะกรรมการบริษัทตามข้อ 15

บัญชี (2) สารสนเทศในหนังสือที่บริษัทจดทะเบียนส่งให้ผู้ถือหุ้น

1. สารสนเทศตามบัญชี (1)
2. ข้อความกล่าวถึง ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัทที่มีต่อสารสนเทศในเอกสารที่ส่งให้ผู้ถือหุ้น
3. กรณีที่มีความเห็นของผู้เชี่ยวชาญอิสระ (เช่น ผู้ประเมินราคาสินทรัพย์) รายงานของผู้เชี่ยวชาญ ต้องมีสารสนเทศเป็นไปตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดและระบุคุณสมบัติของผู้เชี่ยวชาญ การถือหุ้นและความสัมพันธ์ของผู้เชี่ยวชาญกับบริษัทจดทะเบียนและคู่สัญญา คำยินยอมของผู้เชี่ยวชาญให้เผยแพร่ความเห็นและวันที่ให้ความเห็น
 4. (1) ยอดรวมของตราสารหนี้ที่ออกจำหน่ายแล้วและที่ยังมิได้ออกจำหน่ายตามที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้มีมติไว้และมอบอำนาจให้แก่คณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนเป็นผู้พิจารณาออกจำหน่ายตามที่เห็นสมควร
 - (2) ยอดรวมของเงินผู้ที่มีกำหนดระยะเวลา โดยระบุภาระการนำสินทรัพย์วางเป็นหลักประกัน
 - (3) ยอดรวมมูลค่าหนี้สินประเภทอื่น รวมทั้งเงินเบิกเกินบัญชี โดยระบุถึงภาระการนำสินทรัพย์เป็นหลักประกัน
 - (4) หนี้สินที่อาจเกิดขึ้นในภายหน้า
 5. (1) ข้อมูลเกี่ยวกับลักษณะการประกอบธุรกิจและแนวโน้มธุรกิจของบริษัท ย่อย และบริษัทร่วมของบริษัทจดทะเบียน
 - (2) ตารางสรุปงบการเงินในระยะ 3 ปี ที่ผ่านมา และปีปัจจุบันจนถึงไตรมาสล่าสุด พร้อมคำอธิบายและการวิเคราะห์ฐานะการเงินและผลการดำเนินงานในปีที่ผ่านมาและปีปัจจุบันจนถึงไตรมาสล่าสุด ตลอดจนปัจจัยความเสี่ยงซึ่งอาจมีผลกระทบต่อกำไรของบริษัทจดทะเบียน
 - (3) ประมาณการทางการเงินในปีปัจจุบัน (ถ้ามี) โดยระบุถึงข้อสมมติฐานทางการค้า เศรษฐกิจ อุตสาหกรรม และสอบทานตัวเลขโดยผู้สอบบัญชีรับอนุญาตและความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระว่าประมาณการผลการดำเนินงานได้จัดทำขึ้นโดยความระมัดระวัง
 - (4) รายชื่อผู้บริหารและรายชื่อผู้ถือหุ้น 10 รายแรก ณ วันที่ปิดสมุดทะเบียนพักการ โอนหุ้น
 - (5) ข้อมูลอื่นที่อาจมีผลกระทบต่อตัดสินใจของผู้ลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ (ถ้ามี)
6. ความเห็นของคณะกรรมการบริษัทเกี่ยวกับความเสี่ยงพหุของเงินทุนหมุนเวียนในกรณีที่มีไม่เพียงพอให้ระงับแหล่งที่มาของเงินทุนเพื่อการนี้ด้วย
7. คดีหรือข้อเรียกร้องที่มีสาระสำคัญซึ่งอยู่ระหว่างดำเนินการ
8. ผลประโยชน์หรือรายการที่เกี่ยวข้องกันระหว่างบริษัทจดทะเบียนกับกรรมการ ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมตั้งแต่ร้อยละ 10 ขึ้นไป ระบุลักษณะของรายการหรือผลประโยชน์
9. สรุปสาระของสัญญาที่สำคัญ ๆ ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา
10. แบบหนังสือมอบฉันทะที่ให้ผู้ถือหุ้นเลือกออกเสียงลงคะแนนได้ พร้อมเสนอชื่อกรรมการตรวจสอบอย่างน้อย 1 รายเป็นผู้รับมอบฉันทะจากผู้ถือหุ้น

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นายปกรณ์ วิญญูห์ตถกิจ เคยทำงานเป็นผู้ช่วยฝ่ายดูแลคำขอรับสิทธิบัตรการออกแบบผลิตภัณฑ์ที่บริษัทสำนักกฎหมายดำเนิน สมเกียรติ และบุญมา จำกัด และเป็นนายความที่สำนักกฎหมายซินเดซแอนด์แอสโซซิเอทส์

ปัจจุบันประกอบธุรกิจส่วนตัว และเป็นอาจารย์พิเศษที่วิทยาลัยนวัตกรรมการสื่อสารสังคม มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ ประสานมิตร

การศึกษา

ปริญญาโท	บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (การเงิน) สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ (นิด้า)
ปริญญาตรี	นิติศาสตรบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปริญญาตรี	สถาปัตยกรรมศาสตรบัณฑิต สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบัง